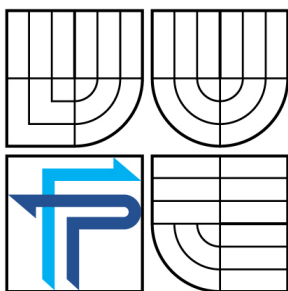


VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ
BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

NÁVRH OCENĚNÍ PODNIKU

VALUE ESTIMATING OF COMPANY

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. MICHAL KARAS

VEDOUcí PRÁCE

SUPERVISOR

doc. Ing. MÁRIA REŽŇÁKOVÁ, CSc.

BRNO 2010

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Karas Michal, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Návrh ocenění podniku

v anglickém jazyce:

Value Estimating of Company

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému, cíle a metod práce

Teoretická východiska práce

Strategická analýza podniku

Finanční plán podniku

Návrh ocenění podniku

Závěr

Seznam použité literatury

Přílohy

Seznam odborné literatury:

KISLINGEROVÁ, E. Oceňování podniku. 2. přeprac. a podl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.

MAŘÍK, M. a kol. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.

MAŘÍKOVÁ, P. a MAŘÍK, M. Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku. 1. vyd. Praha: Oeconomica, 2007. 242 s. ISBN 978-80-245-1242-6.

Vedoucí diplomové práce: doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2009/2010.

L.S.

Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA

V Brně, dne 16.04.2010

Anotace

Tato diplomová práce je zaměřena na ocenění podniku Mont Karviná a.s. a to za použití výnosových metod ocenění. První část práce obsahuje strategickou, finanční a SWOT analýzu podniku. Dále jsou aplikovány konkrétní oceňovací metody. Závěrem je výrok o hodnotě společnosti k 31.3.2009.

Annotation

This thesis assesses market value of company Mont Karviná a.s. by using income-based valuation method. The first part of this thesis includes strategic, financial and SWOT analysis. Afterwards particular valuation methods are applied. In conclusion statement of value as at 31.3.2009 is reported.

Klíčová slova

Tržní hodnota společnosti, finanční plán, diskontované cash flow, finanční analýza, strategická analýza, SWOT analýza, průměrné vážené náklady kapitálu.

Key words

Market value of company, Financial plan, Discounted cash flow, Financial analysis, Strategic analysis, SWOT analysis, Weighted average cost of capital.

KARAS, M. *Návrh ocenění podniku* . Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2010. 147 s. Vedoucí diplomové práce doc. Ing. Mária Režňáková, CSc.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu Zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Brně dne 31.5.2010

.....

Poděkování

Touto cestou bych rád poděkoval paní Doc. Ing. Márii Režňákové, CSc. za pomoc a cenné rady při vypracování mé diplomové práce a vedení společnosti Mont Karviná a.s. za poskytnuté informace. A v neposlední řadě také svým rodičům za jejich neutuchající podporu po celou dobu studia.

Úvod	10
Cíl práce, metody a postupy zpracování	11
1 Teoretická východiska práce	12
1.1 Podnik jako předmět ocenění	12
1.1.1 Definice podniku	12
1.1.2 Jak rozumět pojmu hodnota podn	12
1.1.3 Hladiny hodnoty podniku	13
1.1.4 Podle jakých předpisů se oceňuje podnik	14
1.2 Kategorie (standarty) hodnoty	15
1.2.1 Tržní hodnota	15
1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota	15
1.2.3 Objektivovaná hodnota	16
1.2.4 Kolínská škola	16
1.3 Doporučený postup při ocenění podniku	17
1.4 Přehled metod pro finanční ocenění podniku	17
1.5 Strategická analýza	19
1.5.1 Postup strategické analýzy	20
1.6 Analýza finančního zdraví podniku	21
1.6.1 Vlastní postup finanční analýzy	22
1.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	25
1.7.1 Provozně nutný investovaný kapitál	26
1.7.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření	26
1.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	27
1.8.1 Vymezení pojmu generátory hodnoty	27
1.8.2 Tržby	28
1.8.3 Provozní zisková marže	29
1.8.4 Pracovní kapitál	29
1.8.5 Náročnost na investice do dlouhodobého majetku (provozně nutného)	30
1.9 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty	31
1.10 Sestavení finanční plánu	32
1.11 Ocenění na základě výnosů	34
1.11.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow	34
1.11.2 Průměrné vážené náklady kapitálu (angl. weighted average capital cost - WACC)	42
1.11.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty	45
2 Charakteristika společnosti	48
2.1 Představení společnosti	48
2.1.1 Nabídka společnosti	48
2.2 Zákazníci	48
2.2.1 Mezi významné zákazníky patří	49
2.2.2 Rozdělení majetkových podílů, majetkové účasti v jiných společnost	51
2.3 Organizační struktura	52
2.3.1 Vize společnosti	52
3 Strategická analýza	53
3.1 Analýza makroprostředí	53
3.2 Analýza mikroprostředí	58
3.3 Vymezení relevantního trhu a jeho analýza	58
3.4 Analýza konkurence	61
3.5 Analýza konkurenční síly podniku	64
3.6 Prognóza trhu a tržeb oceňovaného podniku	64
4 Finanční analýza	68
4.1 Analýza absolutních ukazatelů	69
4.2 Analýza rozvahy	69
4.2.1 Analýza majetku	69
4.2.2 Analýza zdrojů financování	70
4.3 Analýza výkazu zisku a ztráty	71
4.4 Analýza poměrových ukazatelů	72

4.4.1	Ukazatele rentability	72
4.4.2	Ukazatele likvidity	72
4.4.3	Ukazatele aktivity.....	73
4.4.4	Ukazatele zadluženosti.....	74
4.5	Souhrnné indexy hodnocení.....	74
4.5.1	Altmanův index – bankrotní model.....	75
4.5.2	IN99 – bonitní model	75
4.5.3	IN01 – spojení bankrotního a bonitního modelu	76
4.6	Zhodnocení finanční analýzy.....	78
4.7	SWOT analýza.....	80
5	Finanční plán	81
5.1	Optimistická varianta	82
5.1.1	Plán výkazu zisku a ztrát.....	82
5.1.2	Plán rozvahy.....	83
5.1.3	Plán investic do dlouhodobého majetku provozně nutného	85
5.1.4	Finanční analýza plánu.....	86
5.2	Pesimistická varianta	88
5.2.1	Plán výkazu zisku a ztrát.....	88
5.2.2	Plán rozvahy.....	89
5.2.3	Plán investic do provozně nutného majetku	91
5.2.4	Finanční analýza plánu.....	92
6	Návrh ocenění	93
6.1	Výpočet diskontní míry (WACC).....	93
6.2	Metoda DCF entity – optimistická varianta.....	96
6.2.1	Výpočet volného peněžního toku do firmy (FCFF)	96
6.2.2	Současná hodnota první fáze ocenění.....	97
6.2.3	Současná hodnota druhé fáze ocenění.....	97
6.2.4	Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou DCF entity.....	98
6.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty - optimistická varianta	99
6.3.1	Současná hodnota první fáze ocenění.....	100
6.3.2	Současná hodnota druhé fáze ocenění.....	101
6.3.3	Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou ekonomické přidané hodnoty – optimistická varianta	101
6.4	Metoda DCF entity – pesimistická varianta.....	102
6.4.1	Výpočet volného peněžního toku do firmy (FCFF)	102
6.4.2	Současná hodnota první fáze ocenění.....	103
6.4.3	Současná hodnota druhé fáze ocenění.....	103
6.4.4	Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou DCF entity.....	104
6.5	Metoda ekonomické přidané hodnoty - pesimistická varianta.....	105
6.5.1	Současná hodnota první fáze ocenění.....	105
6.5.2	Současná hodnota druhé fáze ocenění.....	105
6.5.3	Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou ekonomické přidané hodnoty – pesimistická varianta	106
6.6	Současná hodnota daňové úspory	107
7	Závěr	108
8	Seznam použité literatury.....	110
9	Seznam zkratk a symbolů	112
10	Seznam příloh	113

Úvod

Oceňování podniku je problematikou velice aktuální vzhledem ke stále častěji vyskytujícím se požadavkům znát vedle účetní hodnoty podniku rovněž její tržní hodnotu. Tato hodnota je důležitá nejen pro případného investora či současného vlastníka, ale rovněž pro vedení společnosti může sloužit jako podklad pro strategická rozhodnutí.

Oceňování podniku je komplexní a časově náročný proces, který klade velké nároky na informace a samotného oceňovatele. Proces oceňování je vždy ovlivněn účelem ocenění, dostupností potřebných údajů, pravdivostí vstupních údajů a subjektivním postojem oceňovatele.

V současné teorii existuje celá řada metod, které může znalec pro výpočet hodnoty podniku použít.

V práci budou použity ty metody, které nejlépe odpovídají účelu ocenění, kterým je stanovení hodnoty podniku pro prodej blíže nespecifikovanému zájemci.

Cíl práce, metody a postupy zpracování

Cílem práce je určit hodnotu podniku Mont Karviná a.s. k datu 31.3.2009. Dílčími cíly jsou

- sestavení strategické analýzy výnosového potenciálu podniku¹
 - zhodnocení příležitostí a hrozeb
 - vnitřního potenciálu (silných a slabých stránek)
 - souhrnné vyhodnocení ve formě SWOT analýzy
- sestavení finanční analýzy
 - vertikální a horizontální analýza účetních výkazu
 - analýza poměrových ukazatelů
 - vyhodnocení syntetických ukazatelů (Altmanův model, IN99,IN01)
 - zhodnocení finanční analýzy
- sestavení finančního plánu
 - metodou procentního podílu na tržbách
- aplikování výnosových metod ocenění
 - metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě „entity“
 - metoda ekonomické přidané hodnoty

V práci budou užity základní metody vědecké práce²:

- **analyticko-syntetická metoda** – rozkládá celek na jednotlivé objekty, zkoumá vzájemné vztahy a vzájemné působení podstatných částí,
- **historická metoda** – zkoumá vývoj jevu, vysvětluje mezistupně, naznačuje vývojové tendence.
- **logicko-systematická metoda** – zkoumá výchozí situaci, znázorňuje základní prvky a jevy, připojuje nová fakta, jiná mínění, znázornění.

¹ V pojetí prof. Maříka (Mařík, M. 2007)

² Geršlová, J. 2009. str. 27

1 Teoretická východiska práce

Práce je zabývá stanovením tržní hodnoty podniku, je účelné nejprve definovat co se rozumí pod pojmem podnik.

1.1 Podnik jako předmět ocenění

1.1.1 Definice podniku

Podnik je v literatuře vymezován různě. „Podle některých autorů lze podnik definovat jako jedinečné, méně likvidní aktivum, pro které existují velmi málo účinné trhy. Tato definice odpovídá situaci a má významné důsledky pro vymezení hodnoty podniku.“³

Další definici podniku lze najít v obchodním zákoníku, kde v §5 odst. 1 se dočteme:

„Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.“⁴

1.1.2 Jak rozumět pojmu hodnota podniku

„V praxi se lze často setkat s požadavkem, aby oceňovatel určil „objektivní“ hodnotu podniku. Je proto již na začátku zdůraznit, že něco jako **objektivní hodnota podniku neexistuje**.

Ekonomicky pojímaná hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří jeho **užitnou hodnotu**. Užitná hodnota závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka daného předmětu. Pro různé vlastníky existuje různá užitná hodnota.
- Pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má tedy směnnou hodnotu. Směnná hodnota vyjádřena v penězích vede k tržní ceně.

³ Mařík, Miloš. 2007. Str. 15

⁴ §5 odst. (1) Zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

Hodnota podniku též závisí na budoucím užitku, který můžeme z držení podniku očekávat. Tyto užitky mohou mít finanční i nefinanční povahu, z praktických důvodů je nutno se omezovat pouze na užitek vyjádřený v penězích.

Hodnota podniku je tedy dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu (angl. present value).“⁵

1.1.3 Hladiny hodnoty podniku

Podle literatury⁶ lze oceňovat podnik dvou hladinách:

- **Hodnota brutto** – zde se jedná o hodnotu podniku jako celku, jako podnikatelské jednotky (entity). Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele.
- **Hodnota netto** – touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníku podniku. V principu oceňujeme vlastní kapitál. Pojetí vlastního kapitálu zde však nemusí vždy přesně souhlasit s jeho účetním pojetím.

Vymezení hodnoty brutto lze najít i v obchodním zákoníku, kde je označena jako obchodní majetek a to následovně⁷:

„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“

Hodnotu netto pak nalezneme v obchodním zákoníku jako čistý obchodní majetek:

„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou⁸.“

⁵ Mařík, Miloš. 2007. Str. 20

⁶ Mařík, Miloš. 2007. Str. 16

⁷ §6 odst. 1) zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

⁸ §6 odst. 3) zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

1.1.4 Podle jakých předpisů se oceňuje podnik⁹

a) České předpisy

1) Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb., a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR

Tento zákon je závazný pouze při oceňování v rámci zákona o konkurzu a vyrovnání, zákona o soudních poplatcích, zákona o dani dědické, dani darovací a dani z převodu nemovitosti, zákona o správních poplatcích, zákona o daních z příjmu a zákona o dani z přidané hodnoty.

2) Metodický pokyn ZNAL České národní banky (dříve Komise pro cenné papíry)

Tento pokyn je určen speciálně pro oceňovatele podniků, ale pouze pro znalecké posudky, které jsou povinně předkládány České národní bance. Jsou to především ocenění, která mají doložit přiměřenost ceny akcií při povinných nabídkách na odkoupení minoritních podílů, při squeeze-outs apod.

b) Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy

1) Mezinárodní oceňovací standardy (IVS – International Valuation Standards) vydává výbor pro Mezinárodní oceňovací standardy (IVSC - International Valuation Standards Committee).

2) Evropské oceňovací standardy (EVS – European Valuation Standards) vydává Evropská skupina odhadcovských asociací (TEGoVA – The European Group of Valuers Associations).

c) Národní standardy některých zemí

1) Americké oceňovací standardy US PAP

2) Německý standard IDW S1

⁹ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 18-19

1.2 Kategorie (standarty) hodnoty

Prof. Mařík¹⁰ rozlišuje tyto čtyři kategorie hodnoty podniku:

1. tržní hodnota,
2. subjektivní hodnota (tj. investiční hodnota)
3. objektivovaná hodnota
4. komplexní přístup na základě Kolínské školy

1.2.1 Tržní hodnota

Tržní hodnota¹¹ je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným kupujícím a ochotným prodávajícím při transakci mezi samotnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.

1.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Investiční hodnota¹² (Investment Value or Worth) je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinu investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.

Základní charakteristiky investiční hodnoty jsou následující¹³:

1. Budoucí peněžní toky jsou odhadovány téměř výhradně na základě představ manažerů oceňovaného podniku, případně jsou mírně upraveny oproti těmto představám obvykle směrem dolů. Každopádně však reprezentují v rozhodující míře představu řídicích pracovníků oceňovaného subjektu, případně investora.
2. Diskontní míra je stanovena na základě alternativních možností investovat, které má subjekt, z jehož hlediska je ocenění prováděno.

¹⁰ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 22

¹¹ International Valuation Standards 2005, str. 82 (kapitola International Valuation Standart 1, odst. 3.1)

¹² International Valuation Standards 2005, str. 94 (kapitola International Valuation Standart 2, odst. 3.2)

¹³ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 27

1.2.3 Objektivovaná hodnota

Podle německých oceňovacích standartů¹⁴ je objektivovaná hodnota definovaná takto: „Objektivovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že **podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu**, při využití **realistických očekávání** v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku.“

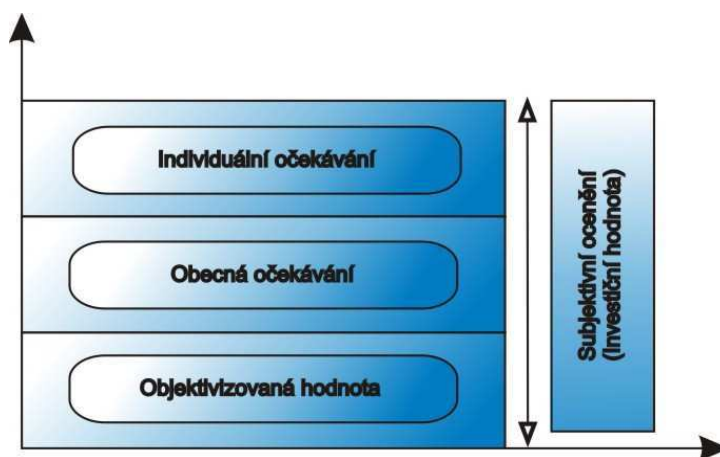


Schéma 1, Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění¹⁵

1.2.4 Kolínská škola

„Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích které má ocenění pro uživatele jeho výsledku.“¹⁶

Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele:

- a) funkci poradenskou,
- b) funkci rozhodčí,
- c) funkci argumentační,
- d) funkci komunikační,
- e) funkci daňovou.

¹⁴ IDW S 1

¹⁵ Převzato z MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 29

¹⁶ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 30-32

Těmto funkcím odpovídají i odlišné kategorie hodnoty. Jak je patrné z názvů, jde u jednotlivých funkcích o tento obsah:

Při **funkci daňové** je cílem poskytnout podklady pro daňové účely.

Při **funkci komunikační** jde o to, poskytnout podklad pro kumulaci s veřejností, především s investory a bankami, Jde o funkci v podstatě odvozenou.

Z nejdůležitější považujeme **funkci poradenskou**. Smyslem této funkce je velice jednoduchý. Poskytnou kupujícímu podklady a informace o:

- **maximální ceně**, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal (mluvíme o hraniční hodnotě kupujícího),
- **minimální ceně**, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal (mluvíme o hraniční hodnotě prodávajícího).

1.3 Doporučený postup při ocenění podniku

Prof. Mařík doporučuje při oceňování podniku následující postup¹⁷:

1. Je třeba zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, abychom posoudili jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost:
 - dlouhodobě přežít,
 - tvořit hodnotu.

Tuto analýzu považujeme za nutnou bez ohledu na to, jaké metody ocenění budou nakonec použity.

2. Teprve na základě předchozí analýzy bychom měli zvolit vhodné metody ocenění.

1.4 Přehled metod pro finanční ocenění podniku

Volba metody závisí účelu ke kterému ocenění slouží. Nejvhodnější je použít všechny tři základní metody a výsledné ocenění je **spojením jejich výsledků**.

¹⁷ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 36

Prof. Mařík rozlišuje tyto základní druhy ocenění¹⁸:

1. Ocenění na základě analýzy výnosů (výnosové metody)

- Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)
- Metoda kapitalizovaných čistých výnosů
- Kombinované (korigované) metody
- Metoda ekonomické přidané hodnoty

2. Ocenění na základě analýzy trhu (tržní metody)

- Ocenění na základě tržní kapitalizace
- Ocenění na základě srovnatelných podniků
- Ocenění na základě údajů o podnicích uváděných na burzu
- Ocenění na základě srovnatelných transakcí
- Ocenění na základě odvětvových multiplikátorů

3. Ocenění na základě analýzy majetku (majetkové ocenění)

- Účetní hodnota vlastního kapitálu na principu historických cen
- Substanční hodnota na principu reprodukčních cen
- Substanční hodnota na principu úspory nákladů
- Likvidační hodnota
- Majetkové ocenění na principu tržních hodnot

Pro srovnání uvedme jiné pojetí a to od Doc. Kislingerové¹⁹:

1. metody založené na majetkovém principu

- a. účetní hodnota
- b. substanční hodnota

2. metody založené na výnosovém principu

- a. metoda kapitalizovaných výnosů
- b. dividendový diskontní model
- c. metody diskontovaného volného peněžního toku ve variantě volný peněžní tok pro vlastníky a volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele.
- d. metoda diskontovaného peněžního toku (DCF adjusted present value)
- e. metoda ekonomické přidané hodnoty

¹⁸ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 37

¹⁹ Kislingerová, Eva. 2001, str. 22

3. metody kombinované

- a. Schmalenbachova metoda střední hodnoty (metoda praktiků)
- b. tzv. Švýcarská metoda
- c. model diferenciální renty (nadzisku, superzisku)
- d. zákon č. 151/1997Sb., na jehož základě stanoví pro administrativní účely cena obvyklá kombinací metod.

4. metody pracující na tržním principu

- a. tržní multiplikátory
- b. metody srovnatelných transakcí

1.5 Strategická analýza

Pro účely ocenění podniku definuje Prof. Mařík hlavní funkcí strategické analýzy jako stanovení **celkového výnosového potenciálu oceňovaného** podniku. Můžeme se setkat i s jinými pojetími strategické analýzy²⁰:

„Cílem strategické analýzy je identifikovat, analyzovat a ohodnotit všechny relativní faktory, o nichž lze předpokládat, že budou mít vliv na konečnou volbu cílů a strategie podniku.“ V tomto pojetí je tedy smyslem strategické analýzy upozornit na změny okolí které budou mít na podnik v budoucnu vliv. **Pro účely této práce budeme vycházet z pojetí prof. Maříka a zkoumat celkový výnosový potenciál podniku.**

Ten se skládá z:

1. **Vnějšího potenciálu**, který lze souhrnně kvalitativně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí (odvětví, relevantní trh), ve kterém se pohybuje oceňovaný podnik.
2. **Vnitřního potenciálu**, kdy zkoumáme schopnost podnik využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Koncentrovaným vyjádřením vnitřního potenciálu je souhrn jeho hlavních **silných a slabých stránek** s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu (či výhody). Důležitou součástí analýzy vnitřního potenciálu je tedy analýza konkurence oceňovaného podniku.

²⁰ Sedláčková, Helena; Buchta, Karel. 2006. Str. 10

1.5.1 Postup strategické analýzy

- 1) Relevantní trh, jeho analýzy a prognóza (analýza vnějšího potenciálu)
- 2) Analýza konkurence a vnitřního potenciálu podniku
- 3) Prognóza tržeb oceňovaného podniku (tento krok je výsledkem předchozích dvou kroků)²¹

Pro srovnání uvádím schéma strategické analýzy v pojetí prof. Maříka a v pojetí Doc. Sedláčkové.

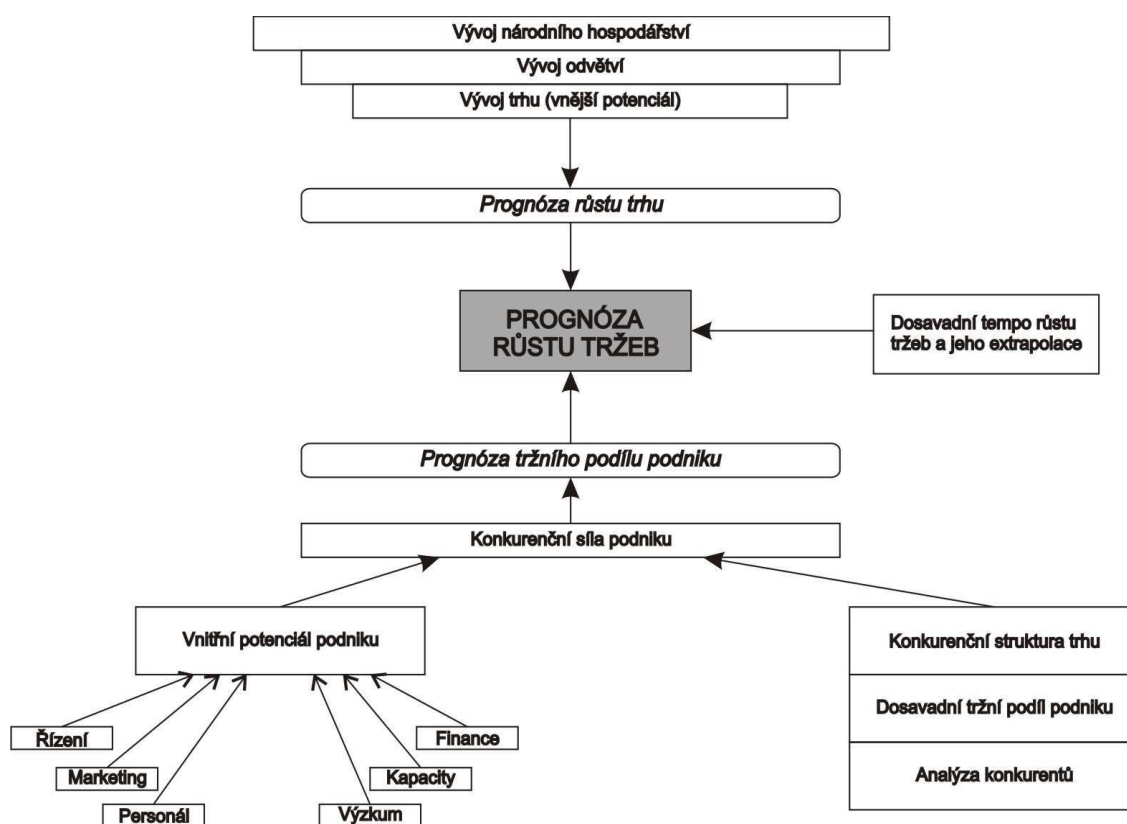


Schéma 2, Odvození prognózy tržeb – Prof. Mařík²²

²¹ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 58

²² Převzato z MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 94

Vnější faktory

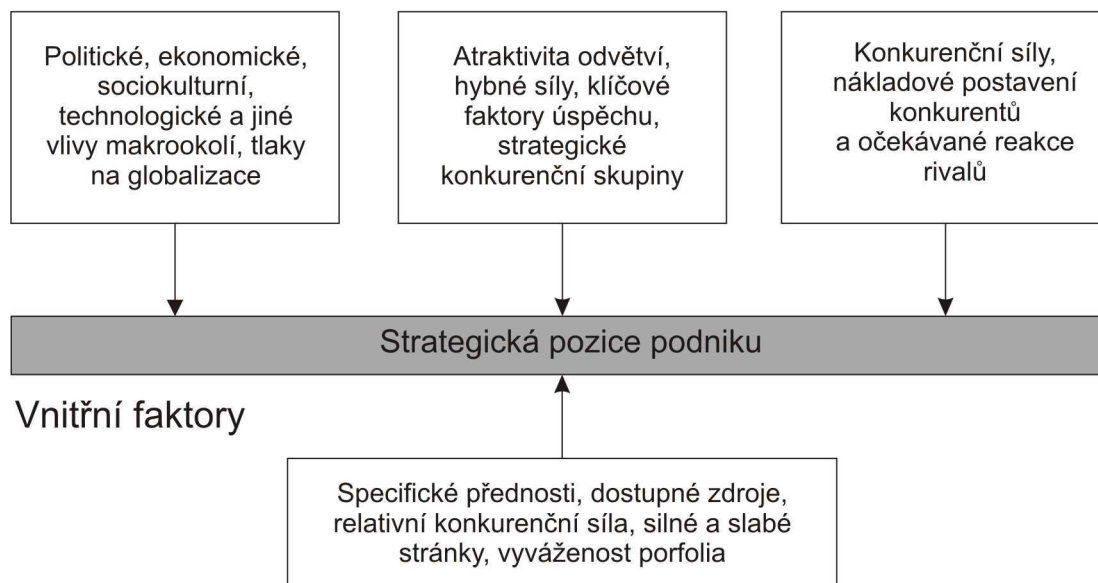


Schéma 3, Strategická analýza - Doc. Sedláčková

1.6 Analýza finančního zdraví podniku

Úkolem finanční analýzy v rámci oceňování podniku je:

1. prověřit finanční zdraví podniku
2. vytvořit základ pro finanční plán, který pak slouží k vyvození výnosové hodnoty podniku

Nejprve zkoumáme současnou finanční situaci podniku, zkoumáme minulý vývoj a na základě toho předpovídáme, co můžeme očekávat v budoucnu.

Dále se snažíme z finanční analýzy vytěžit z minulého vývoje co nejvíce poznatků pro plánování hlavních finančních veličin – finanční analýza je tedy východiskem finančního plánu.

Oceňovatel musí z finanční analýzy **vyvodit závěry**, které se promítnou do ocenění, a to zejména ve směrech:

- měl by z finančního hlediska **doplnit předběžný výrok o perspektivnosti podniku, který již částečně vyplynul ze strategické analýzy**, zejména se jedná o to, zda je podnik schopen dlouhodobě přežít a lze počítat s konceptem neomezeného trvání podniku.

- doplnit podklady pro stanovení **rizika** podniku (pro diskontní sazbu), pokud ve finančním hospodaření najde nějaké výrazné nedostatky nebo naopak přednosti

1.6.1 Vlastní postup finanční analýzy

1. prověříme úplnost a správnost vstupních údajů²³

Rozhodující význam má odpověď na otázku, do jaké míry jsou čísla v účetních výkazech průkazná a do jaké míry jsou úplná. Oceňovatel se při ocenění většinou spoléhá na závěry auditora.

2. sestavíme analýzy základních účetních výkazů

- a) Rozvaha
- b) Výkaz zisku a ztráty
- c) Výkaz peněžních toků (cash flow)

3. spočítáme a vyhodnotíme poměrové ukazatele

Poměrových ukazatelů je velmi mnoho. Proto značně záleží na jejich výběru a uspořádání. Klasickým a zejména v americké literatuře uváděným je rozčlenění na ukazatele:

- likvidity,
- rentability,
- aktivity,
- zadlužení.

Prof. Mařík předkládá jiné rozdělení, které vychází z požadavků kladených na vedení podniku.

Prvním požadavkem je „udržet podnik při životě“. Přežití nás bude zajímat v rámci bezprostřední budoucnosti. Bude nás tedy zajímat **krátkodobá likvidita**. Druhým požadavkem je, a by podnik byl schopen hradit své dlouhodobé závazky. Zde nám poslouží ukazatele, které hodnotí **dlouhodobou finanční rovnováhu**.

Budou-li oba požadavky splněny, můžeme se ptát po **výnosnosti**. Výnosnost měříme ukazateli rentability.

²³ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 97

Strukturu a logiku takto chápané analýzy poměrových ukazatelů můžeme znázornit následujícím obrázkem.

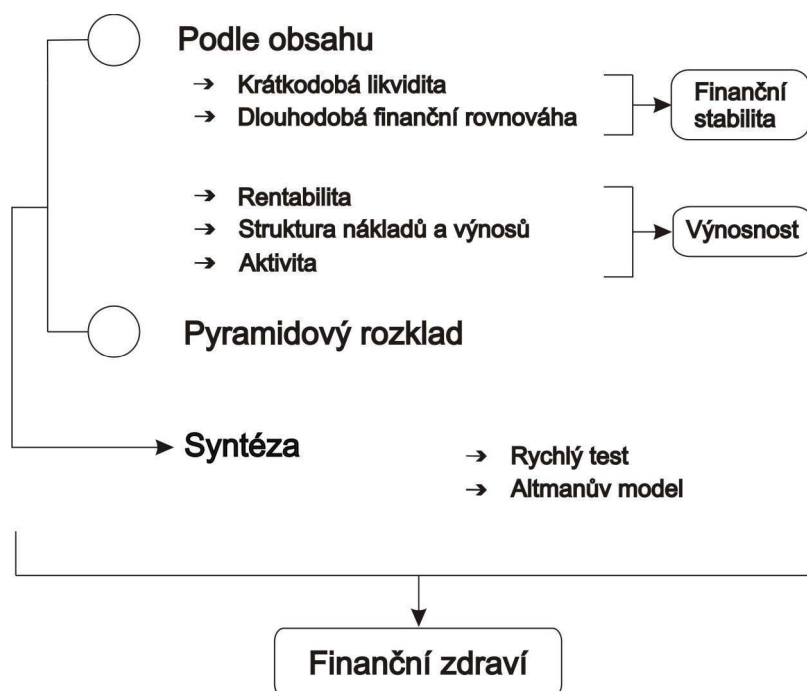


Schéma 4, Rozbor poměrových ukazatelů²⁴

Pro úplnost uvedme stručný přehled nejpoužívanějších poměrových ukazatelů:

a) Ukazatele likvidity

Běžná likvidita	=	$\frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$
Pohotová likvidita	=	$\frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$
Okamžitá likvidita	=	$\frac{\text{Peněžní prostředky}}{\text{Krátkodobý cizí kapitál}}$

Tabulka 1, Ukazatele likvidity

²⁴ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 103

b) Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

Doba splácení dluhů	=	$\frac{\text{Cizí kapitál} - \text{Peněžní prostředky}}{\text{Provozní cash flow}}$
Úrokové krytí	=	$\frac{\text{Zisk před úroky a daněmi}}{\text{Placené úroky}}$
Krytí fixních plateb	=	$\frac{\text{Zisk před úroky a daněmi} + \text{Leasingové splátky}}{\text{Úroky} + \text{Leasingové splátky}}$

Tabulka 2, Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy

c) Ukazatele výnosnosti

Rentabilita celkového kapitálu	=	$\frac{\text{Výsledek hospodaření před daněmi} + \text{Úroky}}{\text{Celkový kapitál}}$
Zisková marže	=	$\frac{\text{Výsledek hospodaření po dani}}{\text{Čisté tržby}}$
Rentabilita vlastního kapitálu	=	$\frac{\text{Výsledek hospodaření po dani}}{\text{Vlastní kapitál}}$

Tabulka 3, Ukazatele výnosnosti

d) Ukazatele aktivity

Počet obrátů aktiv celkem za rok	=	$\frac{\text{Roční tržby}}{\text{Aktiva celkem}}$
Doba obratu zásob	=	$\frac{\text{Zásoby}}{\text{Průměrné denní tržby}}$
Průměrná doba splatnosti pohledávek	=	$\frac{\text{Pohledávky z obchodního styku}}{\text{Průměrné denní tržby}}$
Průměrná doba splatnosti závazků	=	$\frac{\text{Závazky z obchodního styku}}{\text{Průměrná denní hodnota nákupu}}$

Tabulka 4, Ukazatele aktivity

4. zpracujeme souhrnné zhodnocení dosažených poznatků

Závěr finanční analýzy pro potřeby ocenění by měl být jednoznačný a měl by odpovědět na otázku, zda je podnik zdravý a lze (či nelze) počítat s jeho dlouhodobou existencí.

„Pokud vyhlídky na další existenci nejsou valné, mělo by se ocenění zúžit na zjištění **likvidační hodnoty**. V případě slušných vyhlídek na další rozvoj je splněna důležitá podmínka pro využití **výnosových metod**.

Jakými metodami je však vyvozován konečný verdikt finanční analýzy? Praxe ukazuje, že můžeme vybrat ze dvou možností:

1. Finanční analytik vynese konečný soud na základě své zkušenosti a intuice.
2. Použije vhodně zvolený algoritmus a závěr podepře číselným výsledkem.

Konkrétní variantou druhé cesty jsou například **bodovací metody**, například Quicktest. Další variantou algoritmu je použití konceptu, na kterém je založen Altmanův model. Jedná se o metody založené na sledování statistických dat z ekonomické praxe a jejich diskriminační analýze. Smyslem Altmanova modelu a podobných modelů je souhrnně vyjádřit finanční důvěryhodnost²⁵.“

1.7 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pro základní podnikatelské činnost potřebuje podnik aktiva v určité velikosti a struktuře včetně přiměřených kapacitních rezerv. Tato aktiva bez kterých se podnik pro základní „business“ neobejde označovat jako aktiva provozně nutná. Všechna ostatní aktiva označíme jako aktiva provozně nenutná nebo též neprovozní.

Prof. Mařík²⁶ uvádí tyto důvody pro rozčlenění majetku na provozně potřebný a nepotřebný:

- Část majetku vůbec nemusí být využívána a neplynou z něj vůbec žádné, nebo jen malé příjmy. Příkladem mohou být nevyužité pozemky, peněžní prostředky ve větším než provozně nutném rozsahu, dlouhodobě držené akcie nevyplácející dividendu atd. Potom se může stát, že ocenění tohoto majetku pomocí

²⁵ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 109 - 110

²⁶ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 119

výnosových metod povede buď k jeho podcenění, nebo nebude tento majetek oceněn vůbec, ačkoliv svoji hodnotu má.

- Vyčlenit by se měla aktiva nesouvisející s provozem i v případě, že určité příjmy přinášejí, protože rizika spojená s těmito příjmy mohou být odlišná od rizika hlavního provozu podniku.

1.7.1 Provozně nutný investovaný kapitál

„Propočet provozně nutného investovaného kapitálu vychází z účetní rozvahy. Jedná se v podstatě o bilanční sumu, která je upravena ve dvou směrech:

- Z aktiv jsou vyřazeny ty položky, které je u daného podniku možno považovat za provozně nepotřebné.
- Oběžná aktiva jsou snížena o závazky, u kterých nejsme schopni explicitně vyčíslit jejich náklady (tj. např. úroky). Typickým příkladem jsou závazky vůči dodavatelům, zaměstnancům, státu atd. V důsledku této úpravy dále pracujeme nikoliv s oběžnými aktivy, ale s **upraveným pracovním kapitálem**.

Provozně nutný investovaný kapitál pak získáme jako součet **provozně nutného dlouhodobého majetku a provozně nutného (upraveného) pracovního kapitálu**.²⁷“

1.7.2 Korigovaný provozní výsledek hospodaření

„Pokud jsme v podniku našli nějaká aktiva, která nesouvisí s hlavním předmětem činnosti podniku, měli bychom zjistit, zda jsou s nimi spojené nějaké náklady nebo výnosy vykazované v rámci výsledovek. Pokud ano, je třeba tyto položky vyloučit z výsledků hospodaření, se kterými budeme dále pracovat. Za východisko úprav je z praktického hlediska nejvhodnější použít přímo provozní výsledek hospodaření, nikoliv výsledek hospodaření za účetní období.

Mezi nejtypičtější příklady položek, které je třeba z provozního výsledku hospodaření vyloučit, patří následující:

- tržby a zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu (tj. zisky z prodeje majetku),

²⁷ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 123

- odpisy budou nebo zařízení, které neslouží k hlavnímu podnikání (rekreační objekty apod.) a další významnější náklady spojené s neprovozním majetkem.

Naopak je třeba k provoznímu výsledku hospodaření přidat finanční výnosy a náklady, pokud by byly spojené s provozními aktivy. Může jít například o tyto případy:

- výnosy z cenných papírů v případě, že bychom se rozhodli v provozně potřebném majetku tyto cenné papíry ponechat,
- případně některé finanční náklady, pokud by souvisely s běžným provozem a majetkem považovaným za provozně potřebný.

Takto upravený výsledek hospodaření budeme označovat jako korigovaný provozní výsledek hospodaření, abychom jej pojmově odlišili od účetního provozního výsledku hospodaření z výsledovky.

Tento korigovaný výsledek hospodaření je tedy výsledek hospodaření generovaný provozně nutným investovaným kapitálem.^{28,29}

1.8 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

1.8.1 Vymezení pojmu generátory hodnoty

„Generátory hodnoty se rozumí soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku.²⁹“ K lepšímu pochopení pojmu poslouží následující obrázek.

²⁸ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 123

²⁹ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 125

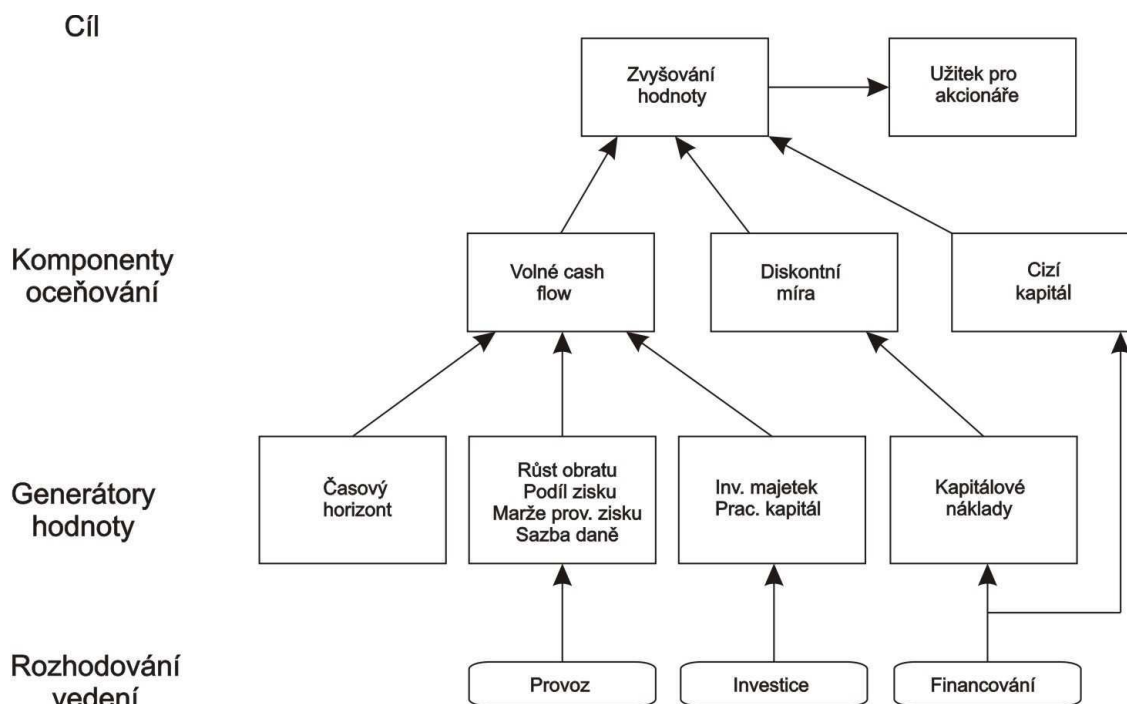


Schéma 5, Generátory hodnoty³⁰

Z obrázku jsou patrné generátory hodnoty, tak jak je popisuje Prof. Mařík³¹:

1. tržby (obrat) a jejich růst,
2. marže provozního zisku (korigovaného provozního zisku),
3. investice do pracovního kapitálu,
4. investice do dlouhodobého provozně nutného majetku,
5. diskontní míra,
6. způsob financování (tj. především velikost cizího kapitálu),
7. doba, po kterou předpokládáme generování pozitivního peněžního toku (tedy doba existence podniku)

1.8.2 Tržby

Projekce budoucích tržeb by měla být výsledkem strategické analýzy. Tato prognóza může být korigována – zejména pro nejbližší období – **kapacitními možnostmi**.

³⁰ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 125

³¹ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 125

1.8.3 Provozní zisková marže

Tuto marži je definována jako poměr:

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{\text{Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi}}{\text{Tržby}}$$

Marži lze prognózovat dvěma postupy³²:

a) shora

Tento postup je považován za základní. Vychází z vývoje ziskové marže za minulost a něj navazujícího zdůvodněného vývoje budoucnosti.

b) zdola

Při tomto postupu:

1. Sestavíme prognózu hlavních provozních nákladových položek, jako jsou náklady na prodané zboží, výkonová spotřeba, osobní náklady. Tyto položky mohou být také analyzovány a prognózovány ve formě podílu z tržeb, případně může být zvolen jiný postup.
2. Prognózu doplníme o méně významné provozní nákladové položky a popřípadě i výnosy.
3. Dopočítáme korigovaný provozní zisk jako rozdíl provozních výnosů a nákladů.
4. Z tohoto zisku a tržeb můžeme dopočítat ziskovou marži.

1.8.4 Pracovní kapitál

Pro účely sestavení finančního plánu je účelné modifikovat tvar ukazatele pracovního kapitálu, který se běžně používá v rámci finanční analýzy.³³ Připomeňme, že jeho tvar je následující:

$$\text{Pracovní kapitál} = \text{Oběžná aktiva} - \text{Krátkodobý cizí kapitál}$$

³² MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 127

³³ V literatuře (např. Režňáková, M.. 2005. Str.66) se pojmem pracovního kapitálu se označuje celková hodnota oběžného majetku. Pro hodnotu rozdílu oběžných aktiv a krátkodobého cizího kapitálu se vžil spíše pojem „čistý pracovní kapitál“. V následujícím textu se však přidržíme terminologie užívané v práci prof. Maříka.

Oproti tomuto tvaru je potřeba jej upravit o dvě modifikace³⁴:

a) od oběžných aktiv nebudeme **odečítat** krátkodobý cizí kapitál, ale **neúročený cizí kapitál**. Kritériem tedy nebude prioritně doba splatnosti tohoto kapitálu, ale to, zda jsme schopni na tento kapitál explicitně stanovit náklady (především úroky), nebo ne.

Krátkodobý finanční majetek	
(+) Zásoby	
(+) Pohledávky	
(-) Neúročené závazky	
(+) Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)	
(-) <u>Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)</u>	
=	Pracovní kapitál

b) Započítáváme všechny uvedené **veličiny jen v rozsahu provozně nutném**. Tedy vždy jen v takové výši, jakou vyžaduje základní činnost podniku.

1.8.5 Náročnost na investice do dlouhodobého majetku (provozně nutného)

Lze rozlišit tři přístupy k plánování investiční náročnosti³⁵:

1. Globální přístup

Tento přístup je vhodný v případech, kdy investice do dlouhodobého majetku mají do značné míry průběžný charakter. Postup vychází z analýzy využití provozně nutného dlouhodobého majetku ve vztahu k tržbám. Zkoumáme zde relaci mezi přírůstky provozně nutného dlouhodobého majetku a tržbami v minulých obdobích, případně i relaci mezi přírůstky provozně nutného dlouhodobého majetku a přírůstky korigovaného provozního zisku, tedy koeficient náročnosti růstu tržeb (k_{DMx}) a růstu zisku (k_{DMz}) na růst investičního majetku:

³⁴ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 132

³⁵ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 137

$$k_{DMx} = \frac{\Delta \text{ provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{ tržeb}}$$

$$k_{DMz} = \frac{\Delta \text{ provozně nutného dlouhodobého majetku}}{\Delta \text{ korigovaného provozního zisku}}$$

2. Přístup podle hlavních položek

Tento přístup je použitelný zpravidla pro nejbližší léta. V tomto případě se vychází z konkrétních podnikových investičních plánů zahrnujících především jednotlivé akce a projekty.

3. Přístup založený na odpisech

Vycházíme z předpokladu, že investice pod úrovní odpisů, které jsou ještě třeba propočteny ze starších historických cen, budou u většiny podniků sotva stačit k dlouhodobému přežití nebo dokonce růstu.

1.9 Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty³⁶

Generátory hodnoty lze přímo použít k prvnímu odhadu hodnoty podniku.

Pokud použijeme tato označení:

- X – velikost tržeb za zboží a vlastní výrobky,
- g – tempo růstu tržeb,
- r_{ZPx} – provozní zisková marže propočtená z korigovaného výsledku hospodaření,
- d – sazba daně z korigovaného výsledku hospodaření,
- k_{WC} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,
- k_{DMx} – koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého kapitálu,
- t – rok,

pak můžeme vyjádřit volné peněžní toky (FCF) pro jednotlivé roky:

$$FCF_t = X_{t-1} \cdot (1 + g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1 - d) - X_{t-1} \cdot g \cdot (k_{WC} + k_{DMx}), \text{ tj.}$$

FCF_t = Korig. provozní zisk po dani – Přírůstek pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku

³⁶ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 147

1.10 Sestavení finanční plánu

Z předchozího kroku oceňovacího procesu, kterým byla analýza a prognóza **generátorů hodnoty**, máme již naplánované následující stěžejní položky hlavního provozu podniku, které budou zásadním způsobem ovlivňovat jeho hodnotu³⁷:

- Tržby z prodeje hlavních produktů podniku.
- Ziskovou marži a z ní zjištěný provozní zisk v peněžním vyjádření.
- Plánovanou výši zásob, pohledávek a závazků.
- Výchozí prognózu investic do dlouhodobého majetku, které budou nezbytné k udržení hlavního provozu.

Tyto položky budou tvořit kostru finančního plánu. Aby oceňovatel mohl sestavit kompletní výsledovku, rozvahu a výkaz peněžních toků, bude nyní třeba doplnit o:

1. plán financování
2. plánované hodnoty méně významných položek
3. položky nesouvisející s hlavním provozem podniku
4. předpokládané výplaty dividend nebo podílů na zisku

Uvedme nejdůležitější metody finančního plánování jak je uvádí literatura³⁸:

- **Metoda procentního podílu z tržeb (percentages of sales method)** – využívá předpoklad, že se podíl závisle proměnných na tržbách v plánu peněžních toků nemění. V plánovaných výpočtech se uplatní procentní podíl jednotlivých položek na tržbách, který byl zjištěn v účetních výkazech za běžné období. Jde o poměrně hrubou metodu, ale její výsledky slouží jen pro první orientaci a mohou být korigovány podle zkušeností plánujícího subjektu.
- **Metoda úměrnosti podle vývoje tržeb** – vychází z předpokladu, že závisle proměnné se vyvíjejí přímo podle úměrně podle vývoje tržeb. Používá se v některých fázích plánování při stanovení:
 - pořízení dlouhodobého hmotného majetku
 - pracovního kapitálu

³⁷ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 150

³⁸ GRÜNWALD, R.; HOLEČKOVÁ, J. 2009. Str. 244 – 245

Základní postup sestavování finančního plánu a vazby mezi jednotlivými kroky, dílčími plány a výslednými výkazy plánu znázorňuje následující obrázek.

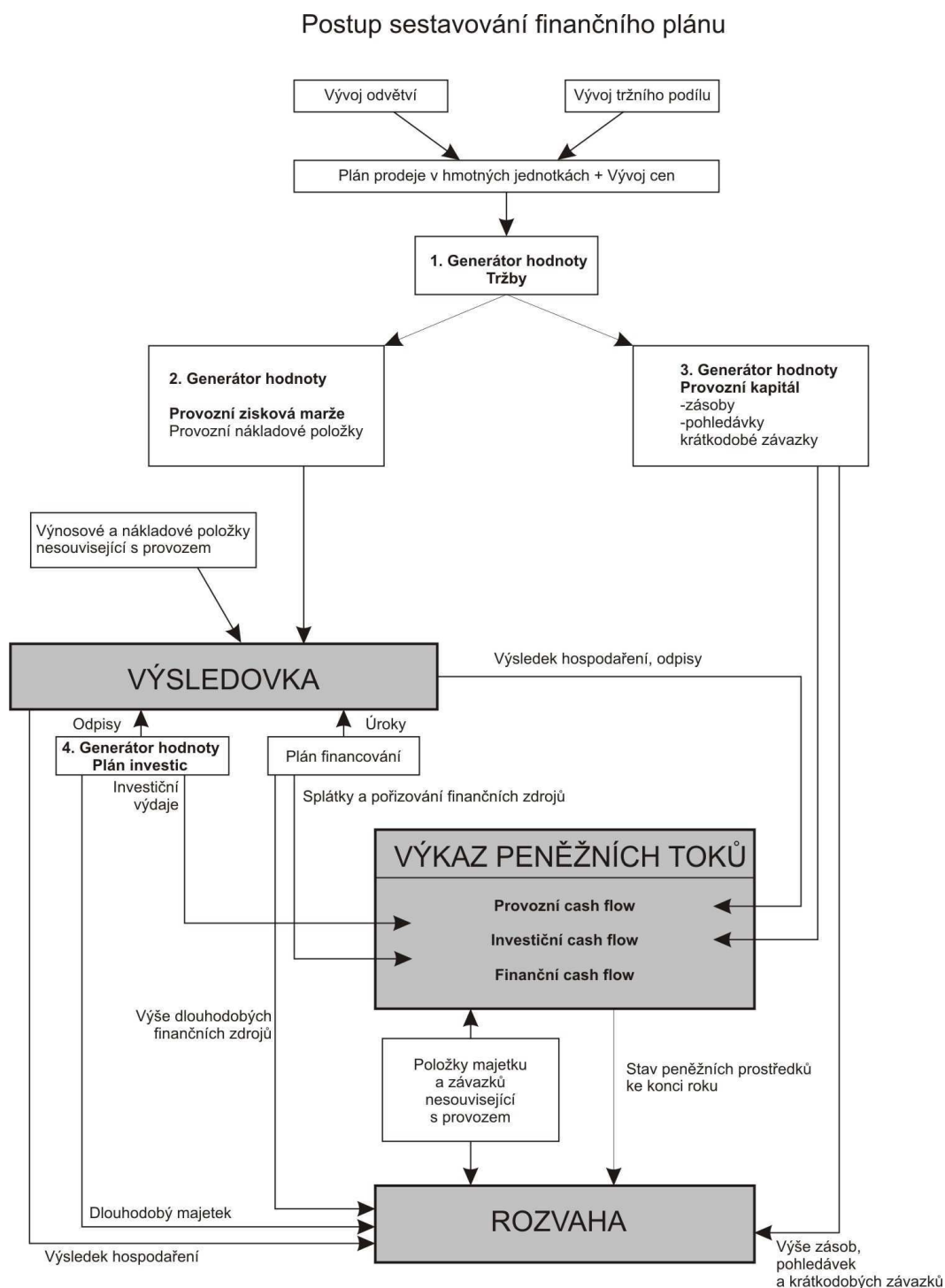


Schéma 6, Sestavení finančního plánu³⁹

³⁹ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 152

1.11 Ocenění na základě výnosů

„Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy.

Z hlediska teorie je nejspřávnější za tyto výnosy považovat konkrétně skutečné příjmy plynoucí z oceňovaného statku jeho držiteli. Je však možné jako základ ocenění použít i jinak chápané výnosy. Podle toho, jakou veličinou budeme konkrétně pod těmito výnosy v obecném vyjádření myslet, rozlišujeme pak jednotlivé výnosové metody pro ocenění podniku, existují tyto základní výnosové metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- nová, ale rychle se rozšiřující metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- do skupiny výnosových metod zařazujeme i metody kombinované (korigované), které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým.⁴⁰“

1.11.1 Metoda diskontovaného čistého cash flow

„Peněžní toky jsou rezkým příjmem a tedy reálným vyjádřením užitku z drženého statku (podniku), a přesně tedy odrážejí teoretickou definici hodnoty.

Lze rozlišit tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda „entity“, entity = jednotka, zde označuje podnik jako celek,
- metoda „equity“, equity = vlastní kapitál,
- metoda „APV“, upravená současná hodnota.

Při použití **metody DCF entity** probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku (budeme ji označovat jako H_b , tj. hodnota brutto). Od ní pak v druhém kroku odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu (budeme ji označovat H_n , tj. hodnota netto). Při použití **metody DCF equity** vyjdeme z peněžních toků, které jsou k dispozici

⁴⁰ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 163

pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu (H_n).

Metoda DCF APV dělí výpočet opět do dvou kroků jako metoda DCF entity. V prvním kroku se zjišťuje hodnota podniku jako celku (H_b), ale v tomto případě jakou součet dvou položek – hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. V druhém kroku se pak odečte cizí kapitál a výsledkem je hodnota netto.

Metodu **DCF entity** – tedy ocenění vycházející z propočtu hodnoty podniku jako celku – budeme ve shodě s převážnou částí odborné literatury považovat za **způsob základní**.⁴¹

Peněžní toky pro metodu DCF entity

Běžný finanční plán obsahuje prognózy cash flow na úrovni:

- provozního cash flow
- investičního cash flow
- finančního cash flow
- celkového cash flow

„Pro potřeby oceňování však není žádná z těchto variant přímo použitelná. V tomto případě je třeba určit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj.

Východiskem je produkce peněz v podniku – tedy provozní peněžní tok. Dále je třeba odečíst investice, kterou jsou podmínkou dosažení určité výše peněžních toků v budoucnosti. Výsledkem je tzv. **volné cash flow** (angl. free cash flow – FCF). Náplň tohoto toku je patrná z následujícího výpočtového schématu.

⁴¹ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 165

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVH _D)
2.	- Upravená daň z příjmu (= KPVH _D x daňová sazba)
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po dani (KPVH)
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatná náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

Tabulka 5, Volný peněžní tok⁴²

U metody DCF je východiskem vždy volný peněžní tok. V případě DCF entity se volným peněžním tokem rozumí tvorba peněžních prostředků, které jsou k dispozici:

- vlastníků (akcionářům), tedy především na dividendy,
- věřitelům v podobě splátek úvěrů a úroků.

Proto někdy u metody DCF entity používáme **označení peněžní toky do firmy** (FCFF = free cash flow to firm), nebo označení **peněžní toky pro vlastníky a věřitele**.

Investice pro výpočet FCFF

„Měly by být realizovány jen ty **investice** do podnikové činnosti, které slibují **kladnou čistou současnou hodnotu**.“

Investice uvedené ve schématu pro výpočet volného peněžního toku jsou myšleny jako **investice brutto**, tj. jako veškeré investiční výdaje bez ohledu na to, zda mají nahradit stávající majetek, nebo zda se jedná o investice rozšiřovací. Tyto investice pak můžeme rozdělit na část, která má zajistit obnovu, a část rozšiřovací, kterou označujeme jako **investice netto**. Jako technické dělítko těchto dvou částí se používá výše odpisů v daném roce. Velikost ročních investic do výše odpisů v daném roce se tedy označí jako obnova, a zbývající část se označí jako investice netto:

$$\text{Investice brutto} = \text{Odpisy} + \text{Investice netto}$$

Investice potřebné pro výpočet volného peněžního toku pak nejlépe zjistíme z velikosti provozně nutného investovaného kapitálu v jednotlivých letech. Investovaný kapitál

⁴² MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 170

představuje velikost provozně nutného majetku (a zároveň kapitálu v tomto majetku vázaného), a to – stejně jako účetní rozvaha – vyjádřenou ke konci roku a v zůstatkových hodnotách majetku. Proto můžeme pro výpočet investic použít tyto vztahy:

$$I_{\text{netto } t} = K_t - K_{t-1}$$

$$I_{\text{brutto } t} = K_t - K_{t-1} + O_t$$

kde: $I_{\text{netto } t}$, $I_{\text{brutto } t}$ = investice do provozně nutného investovaného kapitálu (tj. dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu dohromady) v roce t
 K_t = provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku t
 O_t = odpisy v roce t ⁴³

Technika propočtu hodnoty podniku a volba časového horizontu

„Technikou propočtu budeme rozumět všechny postupy, jimiž přetváříme vstupní údaje o volných peněžních tocích ve výsledný odhad výnosové hodnoty podniku. Jak již bylo uvedeno, propočet metodou DCF entity probíhá obvykle ve dvou krocích:

1. Určíme celkovou hodnotu podniku

Celkovou hodnotou budeme rozumět výnosovou hodnotu investovaného kapitálu. Tato celková hodnota je získána diskontováním peněžních toků plynoucích z hlavního provozu podniku, tzn. peněžních toků, které neberou v úvahu investice do majetku, který není provozně nutný, ani výnosy a náklady spojené s takovým majetkem.

2. Vypočítáme výnosovou hodnotu vlastního kapitálu

Celkovou hodnotu provozu podniku snížíme o hodnotu úročených dluhů k datu ocenění. Nové dluhy, které budou teprve přijaty neuvažujeme. Metoda DCF totiž implicitně počítá s plným financováním pomocí vlastních zdrojů.

V závěrečném kroku oceňování k provozní hodnotě vlastního kapitálu **přičteme hodnotu neprovozních aktiv** k datu ocenění. Uvedené vztahy si můžeme znázornit graficky.“

⁴³ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 174 - 175



Schéma 7, Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity⁴⁴

Hodnotu podniku celkem (H_b) určíme pomocí obecného výrazu:

$$H_b = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF}{(1 + i_k)^t}$$

kde: $FCFF_t$ = volné cash flow do firmy v roce t

i_k = kalkulovaná úroková míra (tj. diskontní míra)

n = počet let předpokládané existence podniku

V praxi ovšem většinou předpokládáme, že podnik bude existovat nekonečně dlouho (pracujeme s případem „going concern“). Pro tak dlouhé období je ale zpravidla nemožné plánovat peněžní toky pro jednotlivá léta. Odborná literatura odpovídá na tento problém dvěma návrhy na řešení:

1. standardní dvoufázová metoda
2. metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

V praxi se používá obvykle metoda dvoufázová. Budeme se proto nyní zabývat tímto postupem.⁴⁵

⁴⁴ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 177

⁴⁵ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 177 - 178

Dvoufázová metoda

„Standardní dvoufázová metoda je v praxi obvyklá. Vychází z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze pak obsahuje období první fáze do nekonečna. Hodnotu podniku za období druhé fáze budeme v dalším textu označovat jako **pokračující hodnotu** (angl. continuing value).

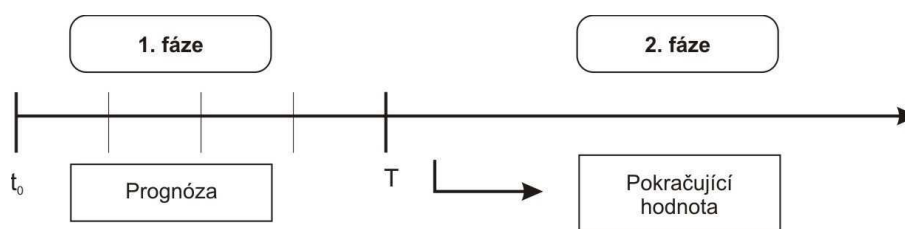


Schéma 8, Dvoufázová metoda

Hodnota podnik podle dvoufázové metody se vypočítá takto:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+i_k)^t} + \frac{PH}{(1+i_k)^T}$$

kde: T = délka první fáze v letech

PH = pokračující hodnota

i_k = kalkulovaná úroková míra na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu

Pokračující hodnota s diskontovanými peněžními příjmy

a) Gordonův vzorec

„Normálně sestavujeme prognózu na jednotlivá léta jen pro omezený počet let. Doba první fáze se pohybuje v rozpětí 4 až 14 let. Pro druhou fázi předpokládáme stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této nekonečné rostoucí časové řady peněžních toků. Jedná se o tzv. Gordonův vzorec, který je běžně používán pro oceňování akcií na základě dividend. Aplikujeme-li tento vzorec na volné peněžní toky, získáme pokračující hodnotu:“

$$\text{Pokračující hodnota v čase } T = \frac{FCFF_{T+1}}{i_k - g}$$

kde: T = poslední rok prognózovaného období

i_k = průměrné náklady kapitálu = kalkulovaná úroková míra

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna

FCFF = volný peněžní tok do firmy

Podmínkou platnosti vzorce je, aby $i_k > g$.⁴⁶

b) Vzorec založený na faktorech tvorby hodnoty (parametrický vzorec)

Další možnosti jak spočítat pokračující hodnotu, je vzorec, který pracuje s vybranými faktory tvorby hodnoty. Těmito faktory jsou zejména⁴⁷:

- **tempo růstu** korigovaných provozních výsledku hospodaření (KPVH) snížených o upravené daně.
- **očekávaná rentabilita nových (čistých) investic (r_I)**. Investicemi pro tyto účely budeme rozumět investice do provozně nutného dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

„Rentabilitu investic odvozujeme v návaznosti na **rentabilitu investovaného kapitálu**. Míra výnosnosti (rentabilita) investovaného kapitálu je důležitým faktorem tvorby hodnoty. Aby podnik tvořil hodnotu, je třeba, aby rentabilita investovaného kapitálu r_K byla vyšší než náklady kapitálu.

$$r_K = \frac{\text{Korigovaný provozní zisk po upravených daních}}{\text{Provozně nutný investovaný kapitál}}$$

Známe-li provozně nutný investovaný kapitál, můžeme snadno zjistit výši čistých investic jako změnu stavu investovaného kapitálu během roku:

$$\text{Investice netto} = \Delta K$$

kde: K = provozně nutný investovaný kapitál

⁴⁶ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 183

⁴⁷ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 186

Hrubé investice při tomto přístupu k ocenění spočítáme takto:

$$\text{Investice brutto} = \text{Odpisy} + \text{Investice netto}$$

Rentabilita čistých investic (r_I) se vypočítá:

$$r_I = \frac{\text{Celkový přírůstek provozního zisku po daních}}{\text{Přírůstek investovaného kapitálu v předchozím roce}}$$

Parametrický vzorec navržený Američany Copelandem, Murrinem a Kollerem má následující podobu⁴⁸:

$$\text{Pokračující hodnota} = \frac{KPVH_{T+1} \left(1 - \frac{g}{r_I} \right)}{i_k - g}$$

kde: $KPVH_{T+1}$ = korigovaný provozní výsledek hospodaření po upravených daních v prvním roce po uplynutí prognózy

Diskontní míra pro metodu DCF

„Volba konkrétního postupu pro stanovení diskontní míry závisí na tom, jakou použijeme variantu metody DCF. Použijeme-li ocenění na bázi:

- **DCF entity** (vycházíme z peněžních toků do firmy, tj. pro vlastníky a věřitele), pak je třeba stanovit diskontní míru na úrovni **průměrných vážených nákladů kapitálu** (WACC),
- **DCF equity** (vycházíme z peněžních toků pro vlastníky – FCFE), pak je úroková míra odhadem **nákladů na vlastní kapitál** při konkrétní úrovni zadlužení,
- **DCF APV** (vycházíme z peněžních toků pro firmu se zvlášť vyčleněnou hodnotou daňového štítu), pak:

⁴⁸ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 187

- pro určení hodnoty firmy použijeme diskontní míru na úrovni **nákladu vlastního kapitálu při nulovém zadlužení**,
- určujeme-li hodnotu daňového štítu z ročních daňových úspor, diskontujeme daňové úspory úrokovou mírou odpovídající **nákladům cizího kapitálu**.

1.11.2 Průměrné vážené náklady kapitálu (angl. weighted average capital cost - WACC)

„Náklady kapitálu zde odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Znovu připomeňme, že ovšem prioritně nejde o skutečné příjmy, ale o náklady ušlé příležitosti.

Obecný vzorec pro průměrné vážené náklady kapitálu je:

$$WACC = n_{CK}(1-d) \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \frac{VK}{K}$$

kde: n_{CK} = očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku (= náklady na cizí kapitál)

d = sazba daně z příjmu platná pro oceňovaný subjekt

CK = **tržní hodnota** cizího kapitálu vloženého do podniku (ale pouze úročeného)

$n_{VK(Z)}$ = očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku (=náklady na vlastní kapitál) při dané úrovni zadlužení

VK = **tržní hodnota** vlastního kapitálu

K = celková tržní hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$ “⁴⁹

Náklady na vlastní kapitál

„Náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Výnosové očekávání je nutno odvozovat z možného alternativního výnosu kapitálu s přihlédnutím k riziku.

⁴⁹ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 206 - 207

Problémy však nastávají, chceme – li v rámci ocenění určit, kolik vlastní kapitál stojí. Evropský způsob dosud spočíval na odhadech. V anglosaských zemích se prosadil koncept, který se opírá o teorie kapitálového trhu. Praxe ukazuje, že zatím se nejvíce uplatňuje známý model oceňování kapitálových aktiv (capital asset pricing model – CAPM).

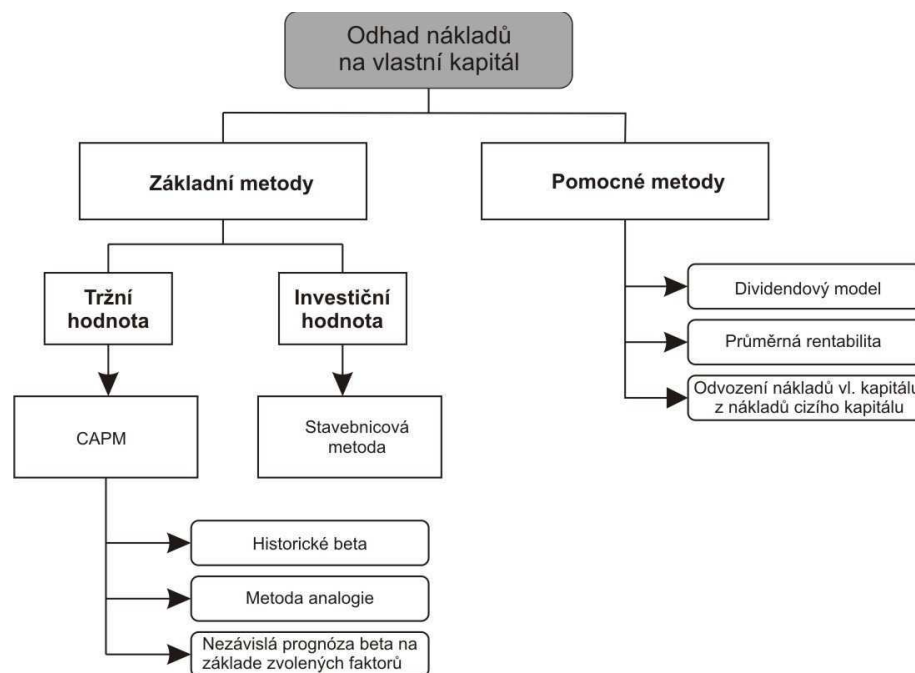


Schéma 9, Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu

a) Náklady na vlastní kapitál – CAPM

„Mezi důležité prvky modelu CAPM patří tzv. **přímka cenných papírů**, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné premie za riziko na kapitálovém trhu. Podle vztahu pro očekávanou průměrnou výnosnost cenného papíru A platí:

$$E(R_A) = r_f + \underbrace{[E(R_m) - r_f]}_{\text{prémie za tržní riziko}} \beta_A$$

kde: $E(R_A)$ = střední očekávaná výnosnost cenného papíru A (především akcie)

r_f = bezriziková výnosnost

$E(R_M)$ = střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tzv. tržního portfolia)

β_A = koeficient beta cenného papíru A

Očekávaná výnosnost cenného papíru A tedy závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru β_A . Beta je zde jediný faktor, který se váže ke konkrétnímu podniku. Výsledná očekávaná výnosnost (vyjádřena v procentech) je pak použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu. Vztah můžeme znázornit graficky, jak ukazuje následující obrázek.

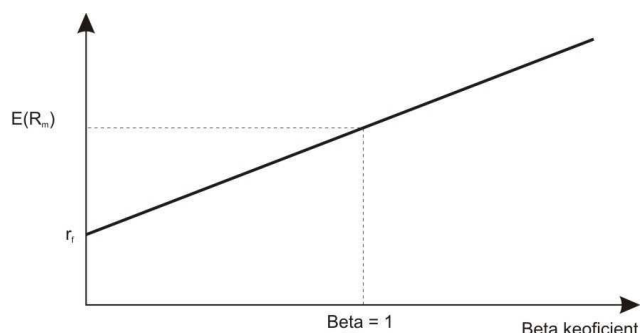


Schéma 10, Přímka cenných papírů

Beta je vyjádřením úrovně jednotlivého papíru (akcie), a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku. Riziko je chápáno jako směrodatná odchylka výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti. Vychází se přitom z toho, že držitel cenných papírů vytváří portfolio, pomocí kterého má možnost diverzifikovat. Proto fungující kapitálový trh odměňuje pouze riziko systematické, které diverzifikovat nelze.

Parametr beta je v podstatě sklon přímky cenných papírů a vyjadřuje vztah mezi jednotkovým rizikem a jednotkou výnosnosti. Pro beta papíru A platí⁵⁰:

$$\beta_A = \frac{COV(R_A R_M)}{(S_m)^2}$$

kde: $COV(R_A R_M)$ = kovariance mezi výnosem papíru A a výnosem tržního portfolia
 $(S_m)^2$ = rozptyl výnosnosti tržního portfolia

⁵⁰ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 216 - 217

1.11.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

„Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál.

Ukazatel EVA (economic value added) je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu (vlastního i cizího). Základní podoba vzorce pro výpočet EVA je tato:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Capital.WACC}$$

kde: NOPAT = net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku po dani

Capital = kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, v konceptu ekonomické přidané hodnoty pak tento výraz bývá nahrazen speciálním termínem NOA (net operating assets – čistá operační aktiva)

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu⁵¹

EVA jako nástroj ocenění

Podobně jako u metody DCF, i zde lze používat varianty výpočtu EVA a ocenění pomocí EVA entity, equity a APV. Dále se budeme zabývat pouze v praxi obvykle používanou variantou, a to je stejně jako u metody DCF varianta entity.

„Základní schéma pro tuto obvyklou variantu výpočtu metody EVA je stejné, jako již známe z metody DCF:

Tržní hodnota operačních aktiv (tj. provozně potřebných aktiv)
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
- Tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

⁵¹ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 284

V prvním kroku tedy vypočítáme hodnotu aktiv, tj. hodnotu pro vlastníky i věřitele, a teprve pak odečtením cizího kapitálu získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky. Hodnota operačních aktiv je při této metodě dána součtem:

Čistá operační aktiva (net operating assets - NOA)
+ Tržní přidaná hodnota (market value added - MVA)
= Tržní hodnota operačních aktiv

MVA je pak současná hodnota budoucích EVA. Rozhodující úlohu v tomto přístupu k oceňování má tržní přidaná hodnota, nebo též hodnota přidaná trhem (MVA). MVA je vlastně jakýsi provozní goodwill. Vztah mezi MVA a EVA vyjadřuje tento výrok: EVA měří úspěch společnosti během minulého roku; MVA je pohled do budoucnosti, který odráží očekávání trhu ohledně perspektiv společnosti.

MVA můžeme počítat dvěma způsoby:

1. Ex post jako diferenci mezi tržní hodnotou podniku jako celku a hodnotou jeho aktiv (NOA). Tento přístup lze provádět pouze u obchodovaných akciových společností.
2. Ex ante jakou současnou hodnotu budoucích operačních nadzisků (EVA).⁵²

Graficky lze tyto vztahy znázornit následujícím schématem.

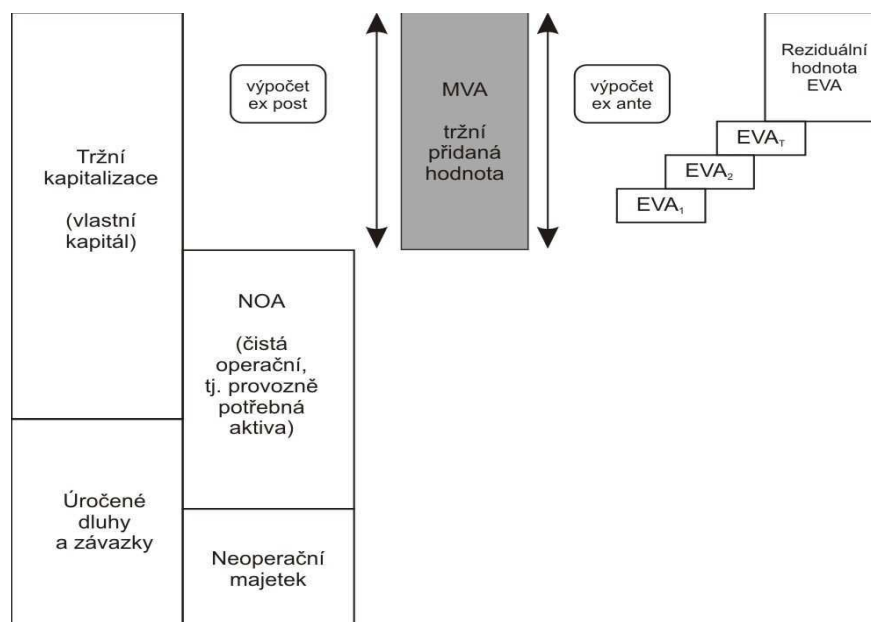


Schéma 11, Vztah mezi NOA, EVA a MVA⁵³

⁵² MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 295 - 296

„Pro výpočet opět volíme obvyklou dvoufázovou metodu, stejně jako u metody DCF. Druhá fáze přitom bývá často počítána jako věčná renta ze stabilní EVA do nekonečna. Rozepíšeme-li obecný postup výpočtu hodnoty podniku uvedený výše do vzorce, dostaneme následující výraz:

$$H_n = NOA_0 + \underbrace{\sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T}}_{MVA} - D_0 + A_0$$

kde: H_n = hodnota vlastního kapitálu podniku (hodnota netto)

EVA_t = EVA v roce t

NOA_0 = čistá operační aktiva k datu ocenění

NOA_{t-1} = čistá operační aktiva ke konci předchozího roku, tj. k počátku roku t

T = počet let explicitně plánovaných EVA

D_0 = hodnota úročených dluhů k datu ocenění

A_0 = ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění

⁵³ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 296

2 Charakteristika společnosti

Firma :	Mont Karviná,a.s.
Právní forma:	Akciová společnost
Vznik:	12. prosinec 1991
Sídlo:	Dětmárovice, Areál EDě č.p. 1216, 735 71

2.1 Představení společnosti

MONT Karviná a.s. přichází s komplexní nabídkou služeb montážního, údržbářského a opravárenského charakteru s dodávkou na klíč, a to vše za přijatelné ceny a požadované kvality.

2.1.1 Nabídka společnosti

Komplexní služby spojené s údržbou a opravami veškerých typů horkovodních a parních kotlů včetně příslušenství, opravy výměňkových stanic včetně přetrubkování ohříváků realizaci oprav a servis turbosoustrojí, čerpadel, ventilátorů, kompresorů, generátorů a elektromotorů týmem kvalifikovaných pracovníků opravy, renovace a servis armatur a pojistných ventilů pro médium voda-pára-plyn komplexní servis v oblasti měření, diagnostiky a dynamického vyvažování spojené nejen s prováděnými opravami, ale i jako samostatné služby v oblasti dílenské činnosti včetně zámečnických, svářecích a stolařských prací komplexní služby spojené s údržbou a opravami dopravních pásů, poháněcích jednotek válečkových stanic, převodovek, přesypů včetně lepení gumových pásů za tepla nebo za studena servis v oblasti elektro, měření a regulace v energetice a komunální sféře, včetně výroby rozvaděčů, dodávek materiálu elektro a revizní činnosti dodávku, montáž a servis prvků elektrické zabezpečovací a požární signalizace komplexní telekomunikační řešení - dodávky a montáže pobočkových ústředí vč. strukturované kabeláže docházkové a identifikační bezkontaktní systémy.

2.2 Zákazníci

Firma působí na trhu průmyslovém, což prakticky znamená relativně malý počet zákazníků, ale jejich velký význam pro společnost.

2.2.1 Mezi významné zákazníky patří

ČEZ, a.s.

Hlavním předmětem činnosti ČEZ, a. s., je výroba a prodej elektřiny a s tím související podpora elektrizační soustavy. Zároveň se zabývá výrobou, rozvodem a prodejem tepla.

Dalkia Česká republika, a.s.

Dalkia Česká republika patří k nejvýznamnějším hráčům na českém trhu s elektrickou energií. Dalkia Česká republika je tradičním výrobcem a dodavatelem tepla pro městské aglomerace. Ekologicky šetrným způsobem dodáváme teplo Ostravě, Olomouci, Přerovu, Opavě, Karviné, Havířovu, Frýdku-Místku, Krnovu a Novému Jičínu.

Alstom Power s.r.o.

Společnost ALSTOM s.r.o. sdružuje tři odborné sektory:

Power Environment - vyrábí a dodává průmyslové kotle a elektrárny

Power Service - realizuje komplexní servis energetických zařízení

Transport - dodává kolejová vozidla pro osobní dopravu

OKD a.s.

OKD je jediným producentem černého uhlí v České republice. Těží jej v hlubinných dolech v jižní části Hornoslezské uhelné pánve – v Ostravsko-karvinském revíru. OKD vyhledává, těží, upravuje, zušlechťuje a prodává černé uhlí s nízkým obsahem síry a dalších příměsí. Takové uhlí je vhodné palivo, lze ho využít pro koksování a chemický průmysl a v dalších odvětvích.

Povodí Odry státní podnik

Náplň činnosti: správu a údržbu významných a určených drobných vodních toků včetně toků hraničních, provozování a údržbu vodních děl, zjišťování a hodnocení stavu povrchových a podzemních vod, investiční činnost včetně protipovodňových opatření, sledování stavu a péči o koryta vodních toků a pobřežních pozemků, přípravu a zajišťování jejich úprav, výrobu elektrické energie, rybářské hospodářství.

Siemens IT s.r.o.

Siemens IT Solutions and Services bude nabízet jedinečné portfolio komplexních, zcela integrovaných a konkrétně zaměřených služeb a řešení z oblasti informačních technologií.

Siemens SIS s.r.o.

Siemens patří mezi největší globální elektrotechnické a elektronické koncerny. Společnost zaměstnává zhruba 400.000 odborníků, kteří vyvíjejí a vyrábějí produkty, navrhují a instalují komplexní řešení na míru podle požadavků zákazníků a nabízejí široké portfolio služeb na základě jejich individuálních potřeb. Siemens nabízí svým zákazníkům ve 190 zemích inovativní technologie a komplexní know-how. Společnost byla založena před 161 lety a působí v sektorech Industry, Energy a Healthcare.

Autel a.s.

AUTEL je inženýrsko-dodavatelská společnost zajišťující spolehlivé a pružné služby a dodávky nejmodernějších technologií na klíč pro průmyslové celky v těchto oblastech: VN, NN technologický silnoproud a regulované pohony prostředky MaR, tzv. „polní instrumentace“ řídicí a vizualizační systémy základní úroveň rozvrhování a řízení výroby (MES)

Cemex Czech Republic k.s.

Výroba a doprava konstrukčních a vodostavebních betonů, cementových potěrů a betonové mazaniny.

Škoda POWER a.s.

ŠKODA POWER je významným evropským výrobcem a dodavatelem technologických zařízení a zákaznických služeb v oblasti energetiky s více než stoletou tradicí výroby parních turbín designu ŠKODA a spolehlivým partnerem v oblasti:

- Projektů s turbínami jednotkového výkonu do 800MW pro fosilní elektrárny
- Projektů s turbínami jednotkového výkonu do 1200MW pro jaderné elektrárny
- Projektů průmyslových, paroplynových a kogeneračních jednotek

- Modifikací původních turbín a zařízení včetně dílčích modifikací jednotlivých modulů, které jsou součástí těchto jednotek
- Komplexních servisních činností pro energetická zařízení

Modřanská potrubní a.s.

Modřanská potrubní,a.s. je v současnosti největším českým výrobcem spojovacího potrubí pro energetiku a jediným českým výrobcem potrubí primárního okruhu jaderných elektráren. Většina potrubních systémů v naší energetice byla konstruována a vyráběna v naší firmě, s našimi výrobky se můžete setkat ve více než 300 elektrárenských blocích v téměř 30 státech čtyřech kontinentů.

Bekaert s.r.o.

Společnosti vyrábí:

- ocelový pozinkovaný drát
- ocelový pozinkohliníkový drát
- ocelový pozinkovaný a pozinkohliníkový barvený drát

2.2.2 Rozdělení majetkových podílů, majetkové účasti v jiných společnost

Od 1.1.2005 se stal většinovým vlastníkem akcií ing. Pavel Wapienik, MBA – předseda představenstva a ředitel společnosti (CEO). Společnost Mont drží obchodní podíl v následujících společnostech:

Stoplast s.r.o. – obchodní podíl - 40%

Firma se specializuje na výrobu plastových výrobků pro farmaceutický průmysl, jako jsou například :lahvičky, dózy, víčka, speciální výroba

KNAUTIA s.r.o. - obchodní podíl - 33%

Firma poskytuje komplexní služby v oblastech energetiky (jaderné, uhelné, vodní, teplárenství), strojírenství a průmyslu (rafinérského / petrochemického, papírenského, ocelářského / důlního, stavebního, ...

2.3 Organizační struktura

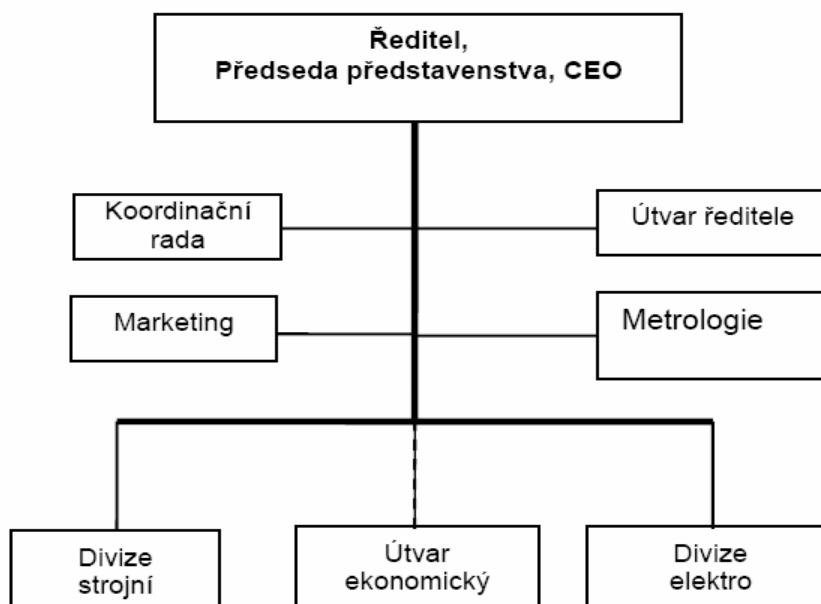


Schéma 12, Organizační struktura společnosti Mont

Společnost využívá koncept strategických podnikatelských jednotek (SBU) viz příloha č.10.

2.3.1 Vize společnosti

Formou „centralizované údržby a servisu“ zajišťovat plynulý a spolehlivý provoz výrobně-technologického zařízení a prostřednictvím zákaznický orientovaných týmu vysoce odborných a specializovaných profesionálů splňovat potřeby a přání našich zákazníků s konečným cílem zvyšování jejich zisků.

3 Strategická analýza

Podle literatury⁵⁴ je hlavní funkcí strategické analýzy vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Ten se skládá z:

1. vnějšího potenciálu (příležitosti a hrozby okolí)
2. vnitřního potenciálu (silné a slabé stránky podniku)

Cílem této kapitoly je zjistit perspektivy dalšího rozvoje podnikání na trhu s opravami strojů. Dále se budu zabývat vývojem trhu na úrovni OKEČ 29 – Výroba a opravy strojů a zařízení a především predikci vývoje podnikových tržeb v souvislosti s vývojem trhu, respektive ekonomiky České republiky.

3.1 Analýza makroprostředí

„Podnik není izolován, ale obklopen vnějším světem, okolím. Vliv okolí na podnik je zpravidla velmi silný, zatímco možnost podniku ovlivňovat okolí je spíše omezená.“⁵⁵

V této podkapitole bude pojednáno o vývoji základních makroekonomických veličin jako je HDP, inflace, úrokové sazby apod.

Realné HDP (zdroj - MFČR)		Skutečnost						
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
reálné HDP	mld. Kč 2000	2286	2368	2474	2630	2809	2982	3070
	předch .r.=100	101,90	103,60	104,50	106,30	106,80	106,10	103
Realné HDP (zdroj - MFČR)		Predikce						
		2009	2010	2011	2012			
reálné HDP	mld. Kč 2000	2937	2944	3016	3114			
	předch .r.=100	95,7	100,30	102,40	103,2			

Tabulka 6, Vývoj HDP, zdroj: MFČR

Reálné HDP patří k nejsledovanějším ukazatelům výkonu ekonomiky, jehož vývoj je zobrazen v tabulce. Období 2009 – 2012 představuje predikci vývoje Ministerstva financí České republiky. Pro přehlednost je hodnota reálného HDP spolu s řetězovým indexem jeho růstu. Průměrné tempo růstu reálného HDP v letech 2004 – 2008 je 105,54% (vyjádřeno jako geometrický průměr řetězového indexu), průměrné tempo růstu pro prognózované období činí 100,36%. Podle Makroekonomické predikce České

⁵⁴ MAŘÍK, Miloš. 2007. Str. 56

⁵⁵ SYNEK, Miloslav. 2002.

republiky⁵⁶ dosáhla česká ekonomika vrcholu ekonomického cyklu ve 4. čtvrtletí 2007, poté se ekonomika začala propadat do recese. Predikce předpokládá, že ekonomický pokles se zastaví v druhé polovině roku 2009. Na strmém poklesu HDP se podle MFČR podílela na straně výdajů změna zásob resp. jejich strmý pokles, čímž podniky chtěly udržet si kladné cash-flow. Tato tendence se projevila i ve společnosti Mont a.s., kde ve sledovaném období došlo k výraznému poklesu zásob. V souvislosti s vývojem HDP je třeba se zmínit o fiskální politice státu, která má značný dopad na podnikatelské prostředí ve státě. Podle předběžných údajů ČSÚ dosáhl deficit sektoru vlády v roce 2008 úrovně 1,5% HDP, v současné době předpokládá MFČR, že deficit vládního sektoru dosáhne v roce 2009 5,5% HDP. Je vhodné zmínit ještě několik opatření obsažených v Národním protikrizovém plánu s dopadem na státní rozpočet 2009. Dne 1.7.2009 nabyl účinnosti Zákon na podporu hospodářského růstu a sociální stability, který počítá se zrychlením odpisů v 1. a 2. odpisové skupině, zvýšení slev pro zaměstnavatele na pojistném na sociální zabezpečení a příspěvku na státní politiku zaměstnanosti.

Dalším významným faktorem je vývoj úrokových sazeb. Společnost Mont a.s. eviduje velké množství krátkodobých závazků, tyto závazky sice nejsou explicitně úročeny, ale i tak se vývoj úrokových sazeb má na společnost vliv. Pokud by se společnost rozhodla v budoucnu pro investiční akci na kterou by nestačily její vlastní zdroje musela by sáhnout po úvěru.

Úrokové sazby (zdroj - MFČR)		Skutečnost						
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Repo 2T ČNB	Konec roku	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	2,25
PRIBOR 3M		3,55	2,28	2,36	2,01	2,30	3,09	4,04
Úrokové sazby z úvěrů		5,82	4,57	4,51	4,27	4,29	4,85	5,59
Úrokové sazby (zdroj - MFČR)		Predikce						
		2009	2010	2011				
Repo 2T ČNB	Konec roku	NA	NA	NA				
PRIBOR 3M		2,2	2,00	NA				
Úrokové sazby z úvěrů		4,6	4,80	NA				

Tabulka 7, Úrokové sazby, zdroj: MFČR

V předchozím textu bylo uvedeno, že česká ekonomika dosáhla vrcholu ke konci roku 2007, čemuž odpovídá i Repo sazba ČNB, která je v tomto období nejvyšší. V roce

^{56 56} Makroekonomická predikce České republiky, 2009

2008 významně klesla, mezibankovní sazba PRIBOR tento trend se zpožděním kopíruje. Zvláštní význam má PRIBOR (Prague InterBank Offered Rate), který se často používá jako referenční úroková sazba např. u úvěrů se úroková sazba vyjadřuje jako PRIBOR + přírážka. V tabulce je uveden tří měsíční PRIBOR.

Dalším důležitým makroekonomickým faktorem je inflace, která se projevuje v cenách vstupů a výstupu každého podniku. Zákon o účetnictví nařizuje oceňování dlouhodobého majetku historickými cenami. Při inflaci tak dochází ke podhodnocování odpisů a ke zvyšování daňové zátěže podniků.

Deflátor HDP (zdroj - MFČR)		Skutečnost						
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Deflátor HDP	Index, předchozí rok = 100	102,80	100,90	104,50	99,70	101,10	103,40	101,60
Index cen výrobců - OKEČ 29	Index, předchozí rok = 100	101,7	100,4	101,5	102,8	101,7	102,9	103,4
Deflátor HDP (zdroj - MFČR)		Predikce						
		2009	2010	2011				
Deflátor HDP	Index, předchozí rok = 100	102,80	101,00	102,20				

Tabulka 8, Vývoj inflace, zdroj: MFČR

V roce 2009 je očekávána deflace jejíž hlavními zdroji by měly být klesající ceny potravin a pohonných hmot, dále klesající ceny automobilů. Na snížení spotřebitelských cen výrazně působí administrativní opatření, např. snížení cen plynu v průměru o 3%, stejným směrem by mělo působit i přesunutí některých služeb ze základní sazby DPH do snížené sazby. Podle odhadu MFČR by měla v roce 2009 průměrná míra inflace dosáhnout 1,1%, v roce 2010 by měla průměrná míra inflace dosáhnout rovněž 1,1%. Přetrvávající slabý výkon české ekonomiky spolu s mírným nárůstem mezd budou nadále brzdit růst cen na poptávkové straně. Samostatnou oblastí pak je vliv administrativních opatření. Rozložení regulovaného nájemného do let 2010 – 2012 a očekávané snížení cen elektřiny o 7 až 10% bude jejich příspěvek snižovat a také dojde zřejmě k růstu cen plynu v reakci na růst cen ropy. Pro ilustraci přidávám tabulku vývoje cen ropy na světových trzích (ceny okamžitého dodání). Ceny ropy ovlivňují snad každý podnik, její růst také nepříznivě ovlivňuje nákladovost průmyslových podniků, kteří jsou zákazníky společnosti Mont a.s a jejichž prosperita se odráží v prosperitě společnosti Mont a.s.

Ceny ropy Brent (zdroj - MFČR)		Skutečnost						
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ropa Brent	USD/barel	25,30	28,80	38,30	54,40	65,40	72,70	97,70
	Index, předchozí rok = 100	103,6	114,0	133,0	142,0	120,1	111,2	134,4
Index v CZK	2005 = 100	63,5	62,4	75,6	100,0	113,4	113,3	127,7
	Index, předchozí rok = 100	89,1	98,3	121,1	132,3	113,4	99,9	112,7
Ceny ropy Brent (zdroj - MFČR)		Predikce						
		2009	2010					
Ropa Brent	USD/barel	62,00	79,00					
	Index, předchozí rok = 100	63,2	127,5					
Index v CZK	2005 = 100	95	118					
	Index, předchozí rok = 100	74,4	124,2					

Tabulka 9, Ceny ropy, zdroj: MFČR

Pro úplnost uvádím ještě směnné kurzy koruny vůči dvěma hlavním světovým měnám a to euru a dolaru, viz tabulka. Z tabulky lze vyčíst, že koruna za sledované období postupně sílila a předpokládá se, že bude postupně sílit i nadále. Vývoj směnných kurzů zásadně ovlivňuje zahraniční obchod jehož saldo ovlivňuje HDP. Sílení Koruna prospívá dovozu a naopak oslabuje vývoz. Ke dni 21.7.08 dosáhla Koruna historického rekordu směnného kurzu ve výši 22,97 CZK/EUR, následovala prudká korekce způsobená odlivem finančních investic z rozvíjejících se trhů, která vedla k tomu, že 17.2.09 oslabil kurz na 29,47 CZK/EUR. Vývoj směnných kurzů nemá přímý důsledek na hospodaření společnosti Mont, neboť v současnosti nemá zahraniční zákazníky ani dodavatele. Má však nepřímý vliv, neboť zákazníci společnosti Mont jsou tuzemské průmyslové podniky, jejichž značná část produkce směřuje do zahraničí.

Směnné kurzy + predikce (zdroj - MFČR)		Skutečnost						
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Směnný kurz CZK/EUR	Roční průměr	30,81	31,84	31,90	29,78	28,34	27,76	24,94
Směnný kurz CZK/USD		32,74	28,23	25,70	23,95	22,61	20,31	17,03
Směnné kurzy + predikce (zdroj - MFČR)		Predikce						
		2009	2010	2011				
Směnný kurz CZK/EUR	Roční průměr	26,80	25,50	24,40				
Směnný kurz CZK/USD		20,00	19,50	19,40				

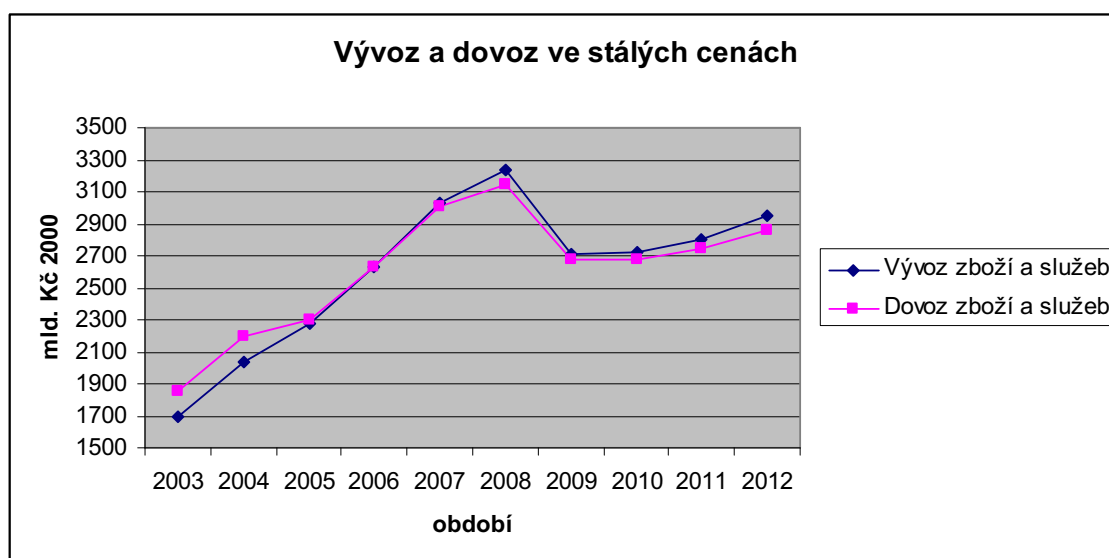
Tabulka 10, Směnné kurzy, zdroj: MFČR

Důležitým faktorem, který sice nepřímě, ale za to silně ovlivňuje perspektivy společnosti Mont je odbyt jejich zákazníků, kterými jsou z velké části průmyslové podniky, jejichž produkce směřuje do zahraničí. Je pro to účelné sledovat vývoj dovozu a vývozu. Navíc poměr vývozu a dovozu ovlivňuje ekonomiku země jako celek.

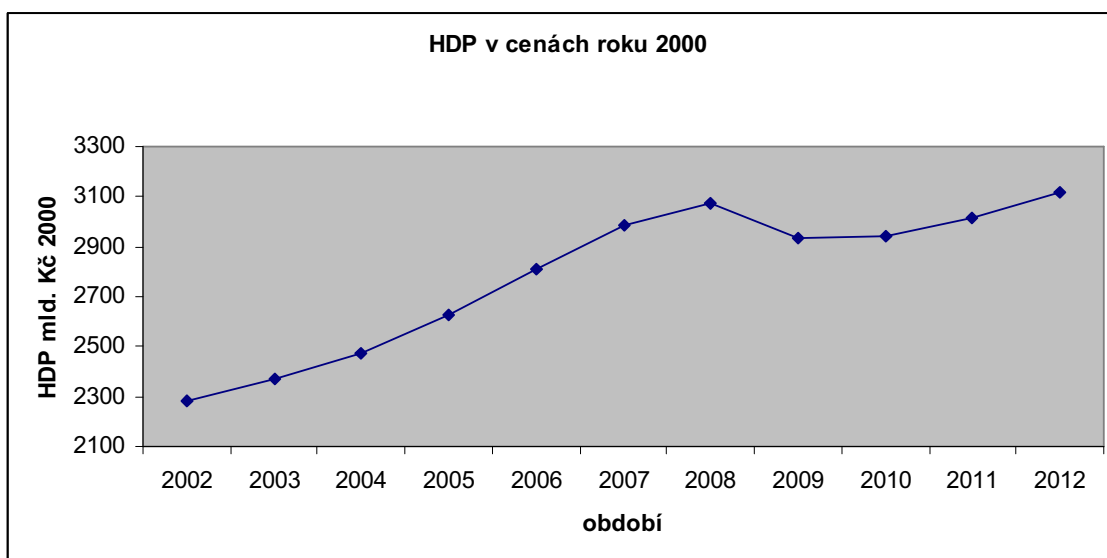
Dovoz, vývoz zboží a služeb - reálně (zdroj MFČR)		Skutečnost						
		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Vývoz zboží a služeb	mld. Kč 2000	-	1689	2039	2275	2633	3029	3233
	před. rok = 100	-	107,2	120,7	111,6	115,8	115,0	106,7
Dovoz zboží a služeb	mld. Kč 2000	-	1859,0	2192,0	2301,0	2629,0	3004,0	3141,0
	před. rok = 100	-	108,0	117,9	105,0	114,3	105,2	101,1
Dovoz, vývoz zboží a služeb - reálně (zdroj MFČR)		Predikce						
		2009	2010	2011	2012			
Vývoz zboží a služeb	mld. Kč 2000	2709	2721	2801	2949			
	před. rok = 100	83,8	100,4	103	105,3			
Dovoz zboží a služeb	mld. Kč 2000	2676	2681	2741	2856			
	před. rok = 100	85,2	100,2	102,3	104,2			

Tabulka 11, Dovoz, vývoz zboží a služeb, zdroj: MFČR

V roce 2009 se počítá s výrazným poklesem hodnot vývozu a dovozu, který bude poté sice růst, ale podle predikce MFČR nedosáhne ani v roce 2012 hodnoty roku 2008. Na tento propad by měly průmyslové podniky být připraveny a rovněž jejich dodavatelé, mezi které se řadí i společnost Mont.



Graf 1, Vývoz a dovoz ve stálých cenách, zdroj: MFČR



Graf 2, HDP ve stálých cenách, zdroj: MFČR

3.2 Analýza mikroprostředí

Tato podkapitola diplomové práce se zabývá odvětvím Výroby a opravy strojů a zařízení, které je uvedeno v klasifikaci OKEČ jako skupina DK 29. Byla užita starší klasifikace OKEČ, protože novější CZ-CPA neposkytuje zatím dostatečně dlouhou časovou řadu. Podkladem pro tuto analýzu jsou data získána od Českého statistického úřadu⁵⁷.

3.3 Vymezení relevantního trhu a jeho analýza

V této podkapitole se budu zabývat trhem oprav a instalace strojů a zařízení jakými jsou turbíny, kotle, silnoprůdová elektrická zařízení apod. Zákazníky jsou průmyslové podniky zabývající se výrobou a prodejem elektřiny, tepla, a různých strojírenských a elektrotechnických zařízení. Charakterem se jedná o trh průmyslový.

Odvětví tohoto sortimentu služeb není příliš investičně náročné (společnost Mont se řadí mezi kapitálově lehké) ale náročné na kvalifikovanou pracovní sílu (osobní náklady jsou převažující složkou nákladů). Dále značné náklady jsou vydávány na reprezentaci, zákazníků je několik, ale jejich význam je značný. Vysoké nároky jsou kladeny na kvalitu poskytovaných služeb a na systémy řízení kvality. Samozřejmostí

⁵⁷ Český statistický úřad : Vybrané finanční ukazatele v průmyslu za rok 2008, 2009

v tomto oboru je vlastnění certifikátů ISO 9001:2000 a ISO 14001:2004, které jsou nezbytnou podmínkou pro účast na výběrovém řízení v rámci ČEZ a.s., OKD a.s. a veřejné správy.

Důležitou charakteristikou trhu je jeho velikost, je účelné ji vymezit jak v jednotkách produkce, tak v celkovém objemu dosahovaných tržeb, doplněného o vývoj cen. Následující tabulka zobrazuje přehled tržeb odvětví za období 2002-2008. V letech 2002 až 2007 lze pozorovat dynamický rozvoj odvětví, průměrné tempo růstu v letech 2002 až 2007 činí 18,62%, růst vrcholí v roce 2007 a přechází ve stagnaci. Tuto stagnaci si vysvětlují dosažením vrcholu ekonomického cyklu a následným přechodem ekonomiky v recesi. Pro rok 2009 předpokládám propad tržeb odvětví a dalších letech mírný růst. Vycházím z dosavadního vývoje odvětví, který kopíruje vývoj reálné ekonomiky, reprezentované ukazatelem reálného HDP (ve stálých cenách). Prognóza MFČR předpokládá propad reálné ekonomiky v roce 2009 na hodnotu 95,7% roku 2008.

OKEČ 29	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
<i>Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb - běžné ceny (mil. Kč)</i>	125230,1	148526,55	174579,97	208721,08	247380,41	294280,81	294423,68
<i>Tempo růstu (b.c.)</i>	-	118,60%	117,54%	119,56%	118,52%	118,96%	100,05%
<i>Tržby za prodej vlast. výrobků a služeb - stálé ceny roku 2000 (mil. Kč)</i>	121229,53	143227,15	165792,94	192724,91	224891,28	259735,93	251429,28

Tabulka 12, Tržby odvětví OKEČ 29 za období 2002 – 2008, zdroj: ČSÚ

Další důležitou charakteristikou trhu je vývoj cen. Pro názornost přidávám vývoj průměrné inflace, reprezentované deflátozem HDP. Lze konstatovat, že po většinu období se ceny pohybovaly pod úrovní celostátní inflace. Tento jev lze vysvětlit vysokou konkurencí na trhu a dobrou informovaností zákazníků a jejich citlivostí na cenu. Jedná se o trh průmyslový, kde cena dodavatele je nákladem pro odběratele a ovlivňuje efektivnost jeho hospodaření.

<i>Vývoj cen (zdroj - MFČR)</i>		<i>Skutečnost</i>						
		<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
<i>Deflátor HDP</i>	<i>Index, předchozí rok = 100</i>	102,8	100,9	104,5	99,7	101,1	103,4	101,6
<i>Index cen výrobců - OKEČ 29</i>	<i>Index, předchozí rok = 100</i>	101,7	100,4	101,5	102,8	101,7	102,9	103,4

Tabulka 13, Vývoj cen, zdroj: MFČR

V tabulce je popsán vývoj účetní přidané hodnoty odvětví (OKEČ 29) za období 2002-2007. Účetní přidaná hodnota, s výjimkou prvního roku vykazuje stálý meziroční nárůst – průměrně 9,43% (měřeno geometrickým průměrem). Tedy růst tržeb výrazně převyšoval nárůst nákladu na materiál, energii a poskytnuté služby.

<i>Účetní přidaná hodnota - OKEČ 29 za období 2002-2007</i>							
		<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
<i>Účetní přidaná hodnota</i>	v b.c.	50580,9	55955,5	62217,5	68405,8	81217,6	93011,5
	Bazický index k roku 2000	104,38	115,47	128,39	141,17	167,60	191,94
	Rětezový index	93,40	110,63	111,19	109,95	118,73	114,52

Tabulka 14, Účetní přidaná hodnota odvětví, zdroj: ČSÚ

Počet pracovníků zaměstnaných v odvětví v letech 2002 až 2004 meziročně klesal v průměru o 0,62%. V následujících letech došlo naopak k meziročnímu nárůstu a to v průměru o 7,95% ročně. Což lze přisoudit nárůstu tržeb v odvětví a s ním spojenou potřebu nárůstu výrobních kapacit.

<i>Počet pracovníků - OKEČ 29 za období 2002-2007</i>							
		<i>2002</i>	<i>2003</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>
<i>Počet pracovníků</i>	celkem	149746	150920	149767	156568	162138	170892
	Bazický index k roku 2000	96,16	96,91	96,17	100,54	104,12	109,74
	Rětezový index	99,11	99,89	99,13	103,63	107,32	113,11

Tabulka 15, Počet pracovníků v odvětvím, zdroj: ČSÚ

Odvětví vykazuje růst produktivity práce z účetní přidané hodnoty, což je zapříčiněno rychlejším nárůstem přidané hodnoty, nežli počtu pracovníků. Pro srovnání uvádím i hodnoty sledovaného podniku. Podnik vykazuje hodnoty nižší než odvětví i nižší tempo růstu. Což je zapříčiněno velikostí podniku, která neumožňuje větší výnosy z rozsahu.

Účetní přidaná hodnota za období 2002-2007								
			2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Produktivita práce z účetní přidané hodnoty v b.c.</i>	Odvětví	celkem	337,8	370,8	415,4	436,9	500,9	544,3
		Rětezový index	-	109,77	112,03	105,18	114,65	108,66
	Mont Karviná a.s.	celkem	-	-	251	274	269	274
		Rětezový index	-	-	-	109,16	98,18	101,86

Tabulka 16, Produktivita práce z účetní přidané hodnoty, zdroj: ČSÚ

3.4 Analýza konkurence

Firma se pohybuje ve velmi silném konkurenčním prostředí v rámci celé České republiky. Na tomto trhu se pohybují velké a kapitálově silné podniky. Zákazníci kladou vysoké požadavky na kvalitu služeb, ve většině případů jsou požadovány certifikáty kvality jako podmínka nutná vůbec k účasti na výběrovém řízení. Ceny jsou diktovány konkurencí a pohybují se jen něco málo nad provozními náklady. Možnosti diferenciací jsou omezené avšak existují. Jedná se například o vybavení pracovníků modernějšími přístroji, nákupem know-how od vysokých škol, růst kvalifikace pracovníků prokázaný získáním různých certifikátů (např. svářečských).

Mont Karviná a.s. se zabývá poskytováním služeb zatím výhradně tuzemským podnikům. Mnoho tuzemských podniků těžkého průmyslu pochází z dob minulého režimu, kdy na rozvoj těžkého průmyslu byl kladen velký důraz. Jejich majetek však postupně zastarává a je třeba jej často opravovat, či někdy vyměnit. Z čehož vyplývá značný potenciál trhu. Vstup na něj je však náročný, zákazníci kladou vysoké požadavky na kvalitu a termíny dodání. Dále viz Porterův pětifaktorový model:

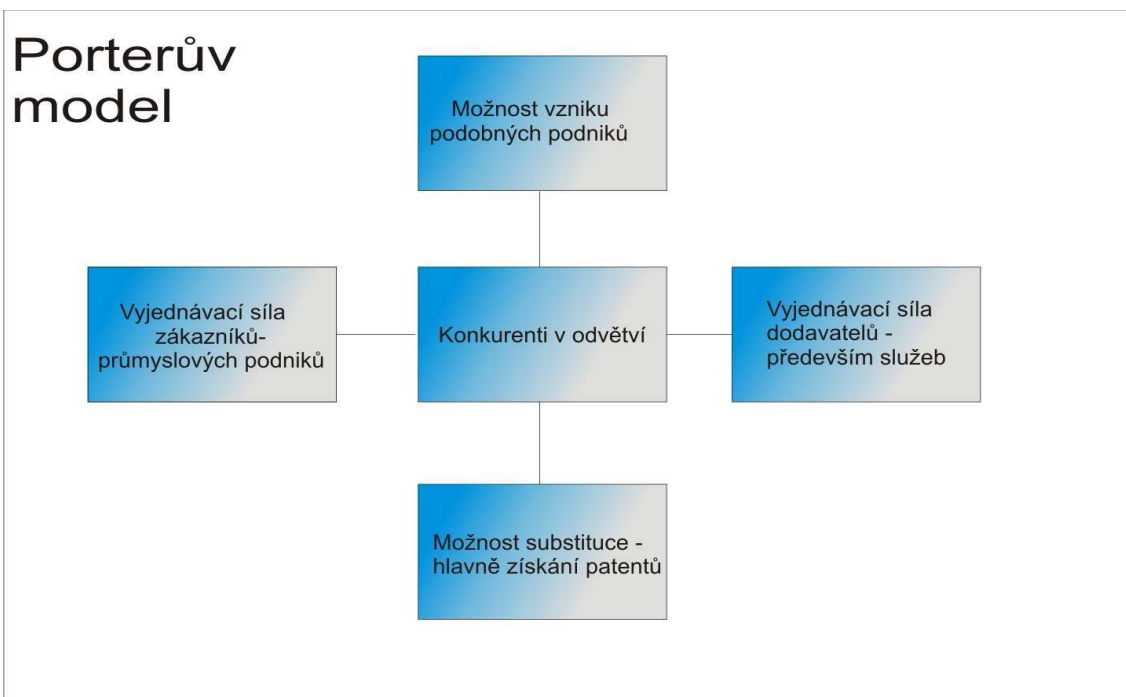


Schéma 13, Porterův pětifaktorový model

- 1) intenzita konkurence uvnitř odvětví – mezi největší konkurenty firmy patří společnosti: Elektromont a.s., ElMont group a.s., Elsev a.s. – jedná se o velké a kapitálově silné podniky. Pro ilustraci uvádím hodnoty účetní přidané hodnoty a netto hodnotu aktiv za rok 2008 (v tis. Kč).

Podnik	Přidaná hodnota	Netto hodnota aktiv
Elektromont	153550	46650
Mont	40771	48063
Elsev	98431	83199
Elmont group	32802	154027

Tabulka 17, Přidaná hodnota a netto hodnota aktiv konkurence, zdroj: Obchodní rejstřík

- 2) Potenciální noví konkurenti – vstup do odvětví je kapitálově náročný jednak na pořízení hmotného majetku, dále na pořízení know-how, certifikátů kvality (a zajištění podmínek pro jejich získání). Náročně je rovněž získání kvalifikovaného personálu. Odvětví vykazuje nižší oborou rentabilitu (např. průměrné ROE za rok 2007 v odvětví činí 5.77%).
- 3) Vyjednávací síla dodavatelů – firma eviduje mnoho dodavatelů (v řádu desítek). Pouze několik z nich se na externích nákladech podílí více než 3-mi

procenty. Mezi významné dodavatele patří společnosti: G-Mar, Colomon, Envika, I-Center, ISURA, Siemens.

- 4) Vyjednávací síla zákazníků – vzhledem ke konkurenci v odvětví a podílu na tržbách je vyjednávací síla zákazníků vysoká. Mezi nejdůležitější zákazníky, podle podílu na výkonech firmy, patří 6 společností, které se na celkových výkonech firmy podílely 72-mi procenty.

Název společnosti	
1	Dalkia ČR a.s.,
2	ČEZ a.s.
3	CEMEX a.s.
4	OKD a.s.
5	Modřanská potrubní a.s.
6	Coal Meal a.s.

Tabulka 18, Nejvýznamnější zákazníci

Značná závislost na několika zákaznících je pro firmu značně omezující. Nastavená doba splatnosti faktur je od 21 dnů do 90-ti dnů. V pohledávkách jsou vázány značné peněžní prostředky (45,4 % hodnoty netto celkových aktiv – rok 2008), což má značně negativní vliv na provozní CF, jehož nízká úroveň je dlouhodobým problémem společnosti.

- 5) Možnost substituce – hlavní hrozby vidím v možnosti kapitálově silnějších firem nakoupit know-how, patentů (např. od vysokých škol) a zmocnit se tak konkurenční výhody. Firma je si této hrozby vědoma a do nákupu know-how investuje značné prostředky, především v následujícím roce plánuje firma kvůli velmi významné zakázce značnou investici do know-how.

3.5 Analýza konkurenční síly podniku

Následující hodnotící tabulka shrnuje hlavní faktory konkurenční síly podniku, tak jak je uvádí prof. Mařík. Pro účely této práce byla však upravena, aby lépe vyhovovala podmínkám podniku Mont Karviná a.s.

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
			Negativní		Průměr			Pozitivní			
			0	1	2	3	4	5	6		
Přímé faktory	1 Kvalita výrobků	3							x	6	18
	2 Technická zabezpečení služeb	2						x		5	10
	3 Cenová úroveň	3							x	6	18
	4 Intenzita reklamy	2							x	6	12
	5 Výhody místa	1						x		5	5
	6 Image firmy	1						x		5	5
Nepřímé faktory	7 Kvalita managementu	3							x	6	18
	8 Výkonný personál	1						x		5	5
	9 Výzkum a vývoj	1						x		5	5
	10 Majetek a investice	2							x	6	12
	11 Finanční situace	1							x	6	6
Celkem		20									114

Maximální počet bodů:	120
Dosažený počet bodů:	114
Hodnocení:	95%

Tabulka 19, Vnitřní potenciál podniku

3.6 Prognóza trhu a tržeb oceňovaného podniku

Tempo rozvoje trhu je důležitou veličinou, která slouží k odhadu budoucích temp rozvoje trhu a tím pro odhad vývoje tržeb podniku. Prognóza trhu je velmi komplikovaná a v současnosti není zpracována ani na úrovni OKEČ. Proto jsem ve své práci vycházel ze studie⁵⁸ o vývoji Makroekonomických ukazatelů ČR zpracovanou Ministerstvem financí, která obsahuje jednak historické hodnoty (tj. do roku 2008) a jednak prognózu pro období 2009 – 2012. Samotnou prognózu vývoje tržeb jsem přímo

⁵⁸ Makroekonomická predikce České republiky, 2009

navázal na vývoj HDP. Pro prognózu jsem využil logaritmické závislosti vývoje tržeb odvětví na HDP, neboť nejlépe vyhovovala predikčnímu testu⁵⁹, který uvádím v příloze č.8. Výsledkem byla funkce $y = 440,72 \cdot \ln(x) - 3317,3$, kde x – HDP (mld. Kč), y – tržby odvětví (mld. Kč). Předpokládaný růst tržeb společnosti Mont Karviná a.s. = (tempo růstu inflace (reprezentované deflátozem HDP) + tempo růstu trhu)/2.

Rok	HDP ČR v běžných cenách (mld.Kč)	Tempo	Trh (mld. Kč)	Růst trhu - řetězový index	Tržby Mont (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb - řetězový index	Podíl na trhu
2002	2464,0		125,23	-	95 720,00	-	0,0764%
2003	2577,0	4,59%	148,53	118,61	69 336,00	72,44	0,0467%
2004	2815,0	9,24%	174,58	117,54	86 295,00	124,46	0,0494%
2005	2984,0	6,00%	208,72	119,56	81 911,00	94,92	0,0392%
2006	3222,0	7,98%	247,38	118,52	127 725,00	155,93	0,0516%
2007	3535,0	9,71%	294,28	118,96	117 164,00	91,73	0,0398%
2008	3696,0	4,55%	294,42	100,05	172 039,00	146,84	0,0584%

Tabulka 20, Historický vývoj trhu a tržeb společnosti Mont, zdroj: MFČR, ČSÚ, Mont Karviná a.s.

Společnost dosáhla v posledním roce značného nárůstu tržeb (o 46,84%) oproti minulému období.

Vzhledem k tomuto faktu byla sestavena prognóza tržeb a ocenění ve dvou variantách, a to variantě optimistické a pesimistické.

Optimistická varianta počítá i s extrémním růstem tržeb v roce 2008, pesimistická varianta tuto hodnotu vypouští.

Výsledkem optimistické prognózy tržeb je následující tabulka.

Rok	HDP ČR v běžných cenách (mld.Kč)	Tempo	Trh (mld. Kč)	Růst trhu - řetězový index	Tržby Mont (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb - řetězový index	Podíl na trhu
2009	3634,0	-1,68%	295,76	100,46	174 839,60	101,63	0,0591%
2010	3678,0	1,21%	301,07	101,80	177 281,57	101,40	0,0589%
2011	3853,0	4,76%	321,55	106,80	185 263,21	104,50	0,0576%
2012	4061,0	5,40%	344,72	107,21	193 791,10	104,60	0,0562%

Tabulka 21, Prognóza vývoje trhu a tržeb společnosti Mont – optimistická 1

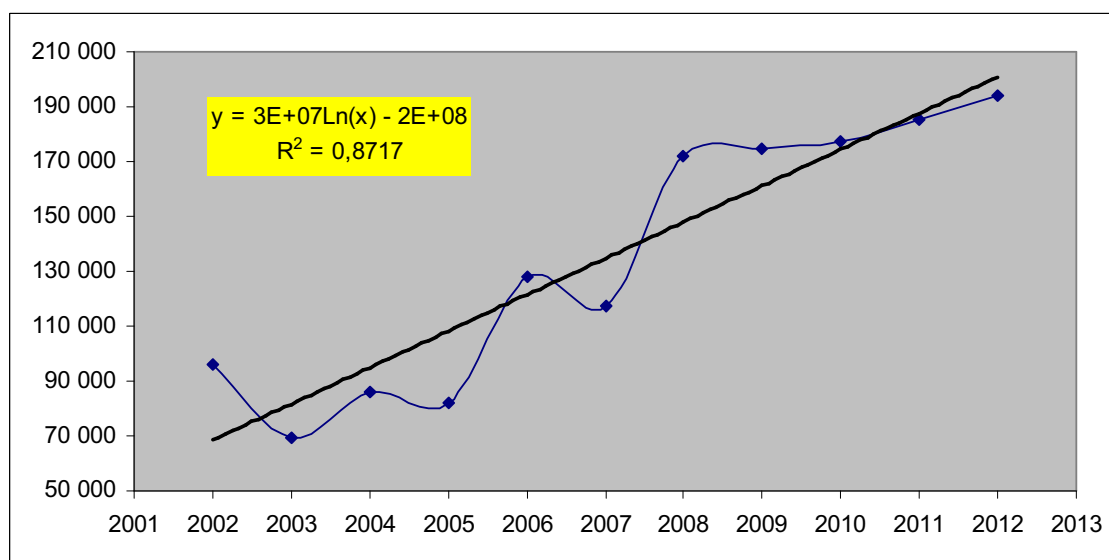
Výsledkem pesimistické varianty prognózy tržeb je následující tabulka.

⁵⁹ MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování*, 2007. Str. 470 Predikční testy

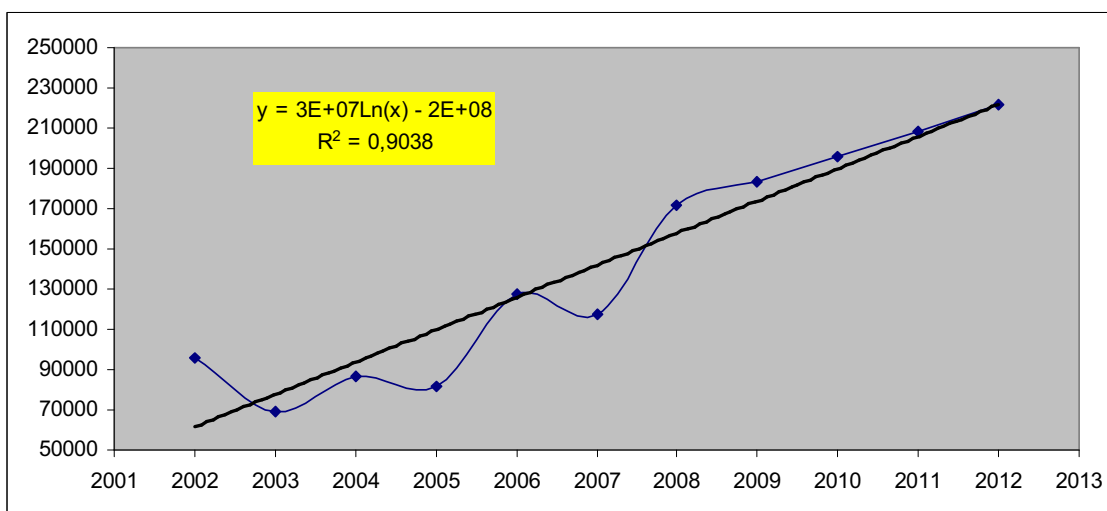
Rok	HDP ČR v běžných cenách (mld.Kč)	Tempo	Trh (mld. Kč)	Růst trhu - řetězový index	Tržby Mont (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb - řetězový index	Podíl na trhu
2009	3634,0	-1,68%	295,76	100,46	119 071,30	101,63	0,0403%
2010	3678,0	1,21%	301,07	101,80	120 734,36	101,40	0,0401%
2011	3853,0	4,76%	321,55	106,80	126 170,10	104,50	0,0392%
2012	4061,0	5,40%	344,72	107,21	131 977,87	104,60	0,0383%

Tabulka 22, Prognóza vývoje trhu a tržeb společnosti Mont – pesimistická 1

Predikce tempa růstu tržeb pro období 2009 až 2012 činí 1,63 - 4,6% v závislosti na vývoji HDP a inflace. Tato prognózu byla dále pro větší objektivnost porovnal s minulým obdobím (2002 – 2008), kdy geometrický průměr meziročního růstu tržeb podniku dosahoval hodnoty 10,26% ročně. Pro období prognózy 2009 – 2012 je předpokládán růst pouze 3,02%. Očekávané tempo růstu tržeb bylo upraveno na hodnotu geometrického průměru hodnot 10,26% a 3,02% tj. 6,58%. Spojením minulého období a prognózovaného období do jednoho grafu a proložením logaritmickou spojnicí trendu (logaritmický trend se jeví jako vhodnější pro prognózu viz. výše), zjistíme, že při očekávaném budoucím tempu růstu tržeb 6,58% místo 3,02% dosahujeme vyššího koeficientu korelace viz. graf.



Graf 3, Historie tržeb + prognóza (s 3, 02% tempem)



Graf 4, Historie tržeb + prognóza (s 6,58% tempem)

Právě z tohoto důvodu očekávám tempo meziroční tempo růstu tržeb 2009 až 2012 6,58%. Dále je nutné sestavit nové prognózy (optimistickou a pesimistickou) respektující nové tempo růstu.

Výsledkem nové optimistické varianty prognózy tržeb je následující tabulka.

Rok	HDP ČR v běžných cenách (mld.Kč)	Tempo	Trh (mld. Kč)	Růst trhu - řetězový index	Tržby Mont (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb - řetězový index	Podíl na trhu
2009	3634,0	-1,68%	295,76	100,46	183 361,84	106,58	0,0620%
2010	3678,0	1,21%	301,07	101,80	195 429,90	106,58	0,0649%
2011	3853,0	4,76%	321,55	106,80	208 292,22	106,58	0,0648%
2012	4061,0	5,40%	344,72	107,21	222 001,09	106,58	0,0644%

Tabulka 23, Prognóza vývoje trhu a tržeb společnosti Mont – optimistická 2

Výsledkem nové pesimistické varianty prognózy tržeb je následující tabulka.

Rok	HDP ČR v běžných cenách (mld.Kč)	Tempo	Trh (mld. Kč)	Růst trhu - řetězový index	Tržby Mont (tis. Kč)	Tempo růstu tržeb - řetězový index	Podíl na trhu
2009	3634,0	-1,68%	295,76	100,46	133 093,94	106,58	0,0450%
2010	3678,0	1,21%	301,07	101,80	141 853,59	106,58	0,0471%
2011	3853,0	4,76%	321,55	106,80	151 189,76	106,58	0,0470%
2012	4061,0	5,40%	344,72	107,21	161 140,40	106,58	0,0467%

Tabulka 24, Prognóza vývoje trhu a tržeb společnosti Mont – pesimistická 2

4 Finanční analýza

V této části práce bude pojednáno o finanční analýze oceňovaného podniku. Finanční analýza patří k nejdůležitějším nástrojům finančního řízení, a proto se bez ní neobejde samozřejmě ani oceňování podniku. Je zapotřebí posoudit finanční zdraví podniku a zjistit, zda již v minulosti současnosti nejsou obsaženy závažné finanční problémy, který by mohlo ohrozit perspektivu podniku. [1]

Účel finanční analýzy pro oceňování podniku plní dvě důležité funkce⁶⁰:

1. prověřuje finanční zdraví podniku
2. tvoří základ pro finanční plán, ze kterého je pak vyvozována výnosová hodnota podniku.

První funkce hledá odpověď na otázku jaká je finanční situace podniku k datu ocenění, jaký byl její historický vývoj a co lze očekávat pro nejbližší budoucnost. Není hodnocen pouze současný stav, ale jeho vývoj v čase. Pozorujeme jeho stabilitu a volatilitu veličin, které srovnáváme se standardními hodnotami v oboru, odvětví nebo přímo s konkurencí.

Výsledky získané finanční analýzou nám umožňují kvalifikovaněji odhadnout budoucí vývoj hlavních finančních veličin.

V dalším textu budou použity vybrané typy ukazatelů, které jsou podstatné vzhledem k charakteru této diplomové práce. Analýza je sestavena na úrovni, která dovoluje formulovat závěry důležité pro ocenění, především o perspektivnosti podniku. V příloze (č.22-30) jsou uvedeny další ukazatele.

Jako vstupní údaje jsou použity výroční zprávy společnosti za období 2004-2008, které byly ověřeny nezávislým auditorem, jehož výrok byl ve všech letech bez výhrad.

⁶⁰ [1] MAŘÍK, Miloš. 2007, Str. 96,

4.1 Analýza absolutních ukazatelů

Jedná se o výchozí bod finanční analýzy. Jsou analyzovány absolutní údaje z účetních výkazů, jednak je hodnocen jejich vývoj v čase a jednak je hodnocena jejich struktura. Analýza je omezena na důležité položky vzhledem k účelu této práce.

4.2 Analýza rozvahy

4.2.1 Analýza majetku

Rozvaha: Mont Karviná, a.s..		relativní změna				absolutní změna			
		2 008	2 007	2 006	2 005	2 008	2 007	2 006	2 005
B.	Aktiva celkem	4,3%	4,9%	80,5%	2,1%	2052	2263	20433	518
B.I.	Dlouhodobý majetek	8,1%	3,3%	29,7%	-6,5%	872	340	2379	-552
B.II.	Dlouhodobý nehmotný majetek	-42,4%	-10,8%		-100,0%	-84	-24	223	-53
B.III.	Dlouhodobý hmotný majetek	10,6%	4,2%	31,7%	-8,3%	955	365	2089	-598
C.	Dlouhodobý finanční majetek	0,0%	0,0%	4,8%	7,5%	0	0	67	98
D.	Oběžná aktiva	5,7%	8,7%	128,3%	-3,8%	1930	2710	17572	-543
	Ostatní aktiva- přechodné účty aktiv	-22,3%	-19,0%	13,1%	78,5%	-749	-788	481	1613

Tabulka 25, Horizontální analýza aktiv

Rozvaha Mont Karviná a.s.		Podíl na bilanční sumě				
		2 008	2 007	2 006	2 005	2 004
	Aktiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A.	Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
B.	Dlouhodobý majetek	23,1%	22,3%	22,7%	31,5%	34,4%
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	0,2%	0,0%	0,5%	0,0%	0,2%
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	20,0%	18,8%	19,0%	26,0%	28,9%
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	2,9%	3,1%	3,2%	5,6%	5,3%
C.	Oběžná aktiva	71,7%	70,7%	68,3%	54,0%	57,0%
C.I.	Zásoby	2,8%	18,8%	4,6%	5,6%	6,2%

Tabulka 26, Vertikální analýza aktiv

Ze struktury aktiv lze vyčíst, že firma Mont Karviná a.s. se řadí mezi firmy kapitálově lehké tj. s převahou oběžných aktiv. Podíl dlouhodobého majetku se pohybuje v rozmezí 22,3 – 34,4%. Nejvýznamnější položkou dlouhodobých aktiv představuje jiný dlouhodobý majetek s podílem 7,2 – 18,7% a dále samostatné movité věci a soubory samostatných movitých věcí s podílem na celkových aktivech v rozmezí 4,9 – 11,3%.

Podíl oběžných aktiv se ve sledovaném období pohybuje v rozmezí 54 – 71,7%. Nejvýznamnější položkou oběžných aktiv jsou krátkodobé pohledávky jejíž podíl na

celkových aktivech činí 43,6 – 64,7%. Dále zásoby s podílem 2,8 – 18,8% a finanční majetek 2,1 – 8,4%.

V letech 2005 – 2008 lze sledovat postupný nárůst celkové hodnoty aktiv v rozmezí 2,1 – 4,9%, s výjimkou roku 2006, kdy došlo ke skokovému nárůstu o 80,5%. Tento nárůst byl způsoben nárůstem hodnoty oběžných aktiv o 128,3%, konkrétněji nárůstem hodnoty krátkodobých pohledávek o 127% a dlouhodobých pohledávek o 111,7%, v tomto roce došlo k nárůstu tržeb za vlastní výrobky a služby o 55,9%.

4.2.2 Analýza zdrojů financování

Rozvaha: Mont Karviná, a.s..		relativní změna				absolutní změna			
		2 008	2 007	2 006	2 005	2 008	2 007	2 006	2 005
	Pasiva celkem	4,3%	4,9%	80,5%	2,1%	2052	2263	20433	518
A.	Vlastní kapitál	1,6%	9,6%	30,0%	5,9%	307	1661	4010	740
B.	Cizí zdroje	6,1%	2,1%	137,1%	-1,8%	1760	587	16 423	-223
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	-100,0%				-15	15	0	0

Tabulka 27, Horizontální analýza pasiv

Rozvaha Mont Karviná a.s.		Podíl na bilanční sumě				
		2 008	2 007	2 006	2 005	2 004
	Pasiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
A.	Vlastní kapitál	39,7%	38,0%	52,8%	50,9%	46,6%
B.	Cizí zdroje	60,3%	62,0%	47,2%	49,1%	51,5%
C.	Ostatní pasiva - přechodné účty pasiv	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%

Tabulka 28, Vertikální analýza pasiv

Ve struktuře pasiv převažují cizí zdroje financování, představují 47,2 – 60,3% hodnoty celkových pasiv, které jsou převážně tvořeny krátkodobými závazky z obchodních vztahů (18,1 – 43,5%), dlouhodobé závazky reprezentované jinými závazky tvoří daleko menší část zdrojů (3,9 – 10,5%). Rezervy tvoří méně významnou část hodnoty celkových pasiv (4,1 – 11,9%), navíc po celé sledované období nebyly tvořeny (přírůstek 0%). Velmi významný nárůst cizích zdrojů financování byl v roce 2006, který byl způsoben nárůstem krátkodobých závazků z obchodních vztahů o 287,65%.

Podíl vlastního kapitálu ve zdrojích financování se pohybuje v rozmezí 39,7 – 52,8% hodnoty celkových pasiv.

Nejvýznamnější položkou vlastního kapitálu je nerozdělený zisk minulých let s podílem 16,4 – 29,6% na celkových pasivech, dále základní kapitál s podílem 9,4 – 18,9%. Zastoupení ostatních pasiv je téměř bezvýznamné (0 – 1,9%).

4.3 Analýza výkazu zisku a ztráty

Výkaz zisku a ztrát: Mont Karviná, a. s.	č.ř.	relativní změna				absolutní změna			
		2 008	2 007	2 006	2005	2008	2007	2006	2005
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	53,4%	-8,30%	55,90%	-5,10%	62565	-10561	45814	-4384
Přidaná hodnota	11	11,0%	2,10%	40,20%	0,00%	4476	820	11452	-12
Osobní náklady	12	7,5%	16,10%	19,80%	-3,80%	2719	4995	5147	-1023
Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	18	1,0%	25,20%	-13,40%	27,10%	14	279	-171	272
Provozní výsledek hospodaření	30	-39,3%	-50,90%	226,00%	207,30%	-1372	-3613	4924	1470
Finanční výsledek hospodaření	49	5,7%	17,60%	-37,70%	128,70%	-53	-140	481	-718
Výsledek hospodaření za běžnou činnost	53	-57,6%	-49,10%	344,30%	494,10%	-1177	-1968	3109	751
Výsledek hospodaření za účetní období	61	-57,5%	-49,10%	435,60%	467,40%	-1175	-1970	3263	617

Tabulka 29, Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Položka	Výkaz zisku a ztrát: Mont Karviná, a. s.		2 008	2 007	2 006	2 005	2 004
I.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	5	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
+	Přidaná hodnota	11	25,2%	34,8%	31,2%	34,8%	33,0%
C.	Osobní náklady	12	21,6%	30,8%	24,3%	31,7%	31,3%
E.	Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	18	0,8%	1,2%	0,9%	1,6%	1,2%
*	Provozní výsledek hospodaření	30	1,2%	3,0%	5,6%	2,7%	8,0%
*	Finanční výsledek hospodaření	49	-0,5%	-0,8%	-0,6%	-1,6%	-0,6%
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	53	0,5%	1,0%	3,1%	1,1%	0,2%
***	Výsledek hospodaření za účetní období	61	0,5%	1,7%	3,1%	0,9%	0,2%

Tabulka 30, Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Tržby za vlastní výrobky a služby prodělaly ve sledovaném období značně rozkolísaný vývoj, tento jev si vysvětlují silnou závislostí podniku na několika klíčových zákaznících resp. 6 zákazníků se podílí na tržbách podniku ze 71% (údaj za hospodářský rok 2008). Podíl přidané hodnoty je poměrně stálý (25,2 – 34,8%). Nejvýznamnější nákladovou položku představují osobní náklady (21,6 – 31,7%) resp. mzdové náklady (16,0 – 23,7%), které mnohonásobně převyšují hodnotu odpisů (0,8 – 1,6%). Tento jev je způsobem velkým podílem kvalifikované práce na poskytovaných službách.

Vývoj provozního výsledku hospodaření (-50,9 – 226%) je rozkolísaný mnohem více než vývoj tržeb (-5,1 – 55,9%), navíc jeho podíl na tržbách je velmi nízký (1,2 – 8%) a indikuje nízké a rozkolísané hodnoty provozního peněžního toku.

Podíl finančního výsledku hospodaření je rovněž nízký (-0,5 – -1,6%), neboť společnost nevyužívá žádné dlouhodobé cizí prostředky, pouze krátkodobé úvěry k vyrovnaní okamžité likvidity.

Výsledek hospodaření vykazuje velmi rozkolísané hodnoty (-57,9 – 467,4%) a jeho podíl na tržbách je velmi nízký (0,2 – 3,1%).

4.4 Analýza poměrových ukazatelů

Tyto ukazatele charakterizují podíl mezi dvěma či více absolutními ukazateli účetních výkazů. V této podkapitole bude pojednáno o jednotlivých ukazatelích likvidity, rentability, produktivity a zadluženosti. Souhrn ukazatelů firmy je uveden v přílohách této práce (přílohy č. 22-30).

4.4.1 Ukazatele rentability

Analýza rentability					
	2004	2005	2006	2007	2008
ROA - rentabilita celkových aktiv (EBIT/aktiva)	0,95	3,51	13,81	5,61	2,66
ROE - rentabilita vlastního kapitálu (ČZ/VK)	1,03	5,59	23,06	10,71	4,48
ROS - rentabilita tržeb z EAT (ČZ/T)	0,15	0,91	3,14	1,74	0,48
ROS - rentabilita tržeb z EBIT (ČZ + daň + n.úr.)/T	0,27	1,09	4,94	2,3	0,74

Tabulka 31, Ukazatele rentability

Ukazatele rentability celkových aktiv dosahují za sledované období poměrně nízkých hodnot, která je většinou pod oborovým průměrem, který pro skupinu DJ 29 činí 6,56%, zejména rok 2004 je velmi nízký. Nepříznivý je rovněž klesající trend vývoje hodnot. Hodnoty rentability vlastního kapitálu je relativně nízká, s výjimkou let 2006 a 2007 (pro srovnání oborový průměr skupiny DJ29 činí 5,77%).

4.4.2 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity					
	2004	2005	2006	2007	2008
Běžná likvidita (OAKT / KD)	1,72	1,89	1,34	1,39	1,41
Pohotová likvidita ((KrP+FM) / KD)	1,52	1,68	1,24	1,01	1,35
Peněžní likvidita (FM / KD)	0,06	0,15	0,17	0,12	0,08

Tabulka 32, Ukazatele likvidity

Běžná likvidita vykazuje klesající tendenci, po většinu sledovaného období nedosahuje doporučených hodnot (1,5 – 2,5). Spolu s prodlužující se dobou splatnosti krátkodobých závazků, lze usuzovat, že se jedná o důsledek odkládání plateb společnostmi svým dodavatelům. Pohotová likvidita se pohybuje v doporučeném rozmezí (1 až 1,5), nicméně vykazuje klesající trend, který bude-li pokračovat může vyústit v neschopnost dostat svým závazkům. Hodnoty peněžní likvidity jsou na velmi nízké úrovni, ty by neměly poklesnout pod 0,2⁶¹. Firma má však sjednaný kontokorent ke svému bankovnímu účtu s rámcem 0,5 mil. Kč, který je v současné době nečerpaný.

4.4.3 Ukazatele aktivity

	2004	2005	2006	2007	2008
Obrat aktiv (T/aktiva)	2,52	3,47	3,23	2,79	2,44
Obrat zásob (T/zásoby)	9,29	55,89	57,93	61,08	12,95
Doba obratu aktiv ((aktiva/(T/360))	103,66	111,49	128,92	147,68	100,38
Doba obratu zásob ((zásoby/(T/360))	6,44	6,21	5,89	27,79	2,83
Doba inkasa pohledávek ((pohl./((T/360))	47,05	50,81	49,05	71,26	67,88
Doba splatnosti krat. závazků ((KZ/(T/360))	21,16	34,51	31,92	63,26	75,29

Tabulka 33, Počtu obrátů

Ukazatele aktivity měří schopnost využívat investované finanční prostředky a měří vázanost jednotlivých složek kapitálu v jednotlivých druzích aktiv a pasiv⁶².

Obrat aktiv se v po celé sledované období pohybuje v rozmezí doporučených hodnot 1,6 – 3, nebo mírně nad z čehož lze usuzovat o optimálním využití výrobních kapacit. Obrat zásob prudce narostl v letech 2005 – 2007, pokles v roce 2008 byl způsoben značným nárůstem zásob a mírnějším poklesem tržeb. Doba inkasa pohledávek postupně (47,05 – 27,88) narůstá a po celé sledované s výjimkou roku 2008 je vyšší než doba splatnosti krátkodobých závazků, což má negativní dopad na provozní cash flow. Nelze však jednoznačně říct, zda tento nárůst krátkodobých pohledávek znamená slábnoucí postavení na trhu, neboť firma nastavuje splatnost faktur v rozmezí 21 – 90 dní. Nárůst tedy může být způsoben větší poptávkou od klientů, kterým je poskytována delší doba splatnosti. V současné době probíhají jednání s faktoringovou společností o možnosti odkupu pohledávek za některými klienty (konkrétně Wallmark, Cemex). Lze rovněž sledovat nárůst doby splatnosti krátkodobých závazků, společnosti se daří odkládat

⁶¹ RůČKOVÁ, Petra, 2007

⁶² RůČKOVÁ, Petra, 2007

platby svým dodavatelům a zadržovat peněžní prostředky, rovněž lze usuzovat posilování postavení na trhu.

4.4.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti					
	2004	2005	2006	2007	2008
Koeficient samofinancování (VK / AKT)	51,59	52,77	37,98	39,65	38,64
Celková zadluženost (CZ / AKT)	49,11	47,23	62,02	60,32	61,36
Úrokové krytí I. (EBIT / úroky)	2,28	6,31	395,25	18,73	6,38
Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy) / úroky)	12,04	15,37	464,38	28,35	13,08

Tabulka 34, Ukazatele zadluženost

Společnost vykazuje ve sledovaném období rostoucí hodnoty celkové zadluženosti (49,11 – 61,36), způsobené především nárůstem krátkodobých závazků. Společnost byla založena z vlastních prostředků majitele a její růst byl financován především z vlastních zdrojů, mimo jiné také prodeje akcií vlastním zaměstnancům. Vykazuje vysoké hodnoty úrokového krytí, které jsou pro budoucí věřitele (např. banku) dobrým signálem. Pokud se podíváme na financování majetku společnosti, zjistíme že dlouhodobý majetek a část oběžných aktiv je kryta vlastním kapitálem. Společnost navíc neeviduje žádné dlouhodobé závazky, což představuje rezervu ve financování cizím kapitálem. Který by vedl k zlepšení ukazatelů rentability. V současné době finanční krize však konzervativní strategie financování je pro podnik výhodná, neboť mu dává lepší vyhlídky na přetrvání do budoucnosti. Firma získala velkou zakázku, která bude realizována v období následujících dvou let. Realizace této zakázky si vyžádá vysoké investiční výdaje, které budou částečně pokryty dlouhodobým úvěrem. V roce 2006 dosahuje společnost vysokých hodnot úrokové krytí, které je způsobeno vysokým poklesem nákladových úroků. Společnost v ostatních letech využívala ke krytí provozních potřeb krátkodobý revolvingový úvěr, který se v rozvaze neprojevil, neboť byl splacen před koncem hospodářského roku.

4.5 Souhrnné indexy hodnocení

Používají se jednak bankrotní modely, které hodnotí schopnost podniku přežít a jednak modely bonitní, které hodnotí schopnost podniku tvořit hodnotu pro vlastníky.

4.5.1 Altmanův index – bankrotní model

			2008		2007		2006		2005		2004	
	Ukazatel	Váha	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%
X ₁	EBIT/AKT	3,300	0,185	5,18%	0,456	11,27%	0,116	2,47%	0,116	2,47%	0,031	0,65%
X ₂	Tržby/AKT	1,000	2,438	68,21%	2,792	68,99%	3,229	68,85%	3,229	68,85%	3,473	72,57%
X ₃	VK/Cizí zdroje	0,600	0,394	11,02%	0,368	9,09%	0,670	14,29%	0,670	14,29%	0,622	13,00%
X ₄	Zadržený zisk/AKT	1,400	0,327	9,15%	0,230	5,68%	0,376	8,02%	0,376	8,02%	0,376	7,86%
X ₅	WC/AKT	1,200	0,230	6,44%	0,201	4,97%	0,299	6,38%	0,299	6,38%	0,284	5,93%
	Z FAKTOR		3,57	100,00%	4,05	100,00%	4,69	100,00%	4,69	100,00%	4,79	100,00%

VÝSLEDNÁ TABULKA - INTERPRETACE HODNOTY Z FAKTORU	
Z FAKTOR > 2,99	můžeme předpovídat uspokojivou finanční situaci
1,8 < Z FAKTOR < 2,99	"šedá zóna" nevyhraněných výsledků
Z FAKTOR < 1,8	firma je ohrožena vážnými finančními problémy

Tabulka 35, Altmanův index finančního zdraví

V celém sledovaném období Altmanův index předpovídá uspokojivou finanční situaci. Ze struktury indexu lze vyčíst, že největší podíl na jeho hodnotě má podíl tržeb na celkových aktivech, který tvoří téměř 70% hodnoty výsledného indexu.

4.5.2 IN99 – bonitní model

			2008		2007		2006		2005		2004	
	Ukazatel	Váha	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%
X ₁	aktiva/cizí zdroje	-0,017	-0,028	-1,96%	-0,027	-1,37%	-0,036	-2,10%	-0,035	-2,05%	-0,033	-2,52%
X ₂	EBIT/aktiva	4,573	0,257	18,01%	0,631	32,05%	0,160	9,35%	0,043	2,51%	0,060	4,58%
X ₃	výnosy/aktiva	0,481	1,177	82,48%	1,344	68,26%	1,559	91,12%	1,676	98,01%	1,215	92,68%
X ₄	oběžná aktiva/krat. závazky	0,015	0,021	1,47%	0,021	1,07%	0,028	1,64%	0,026	1,52%	0,069	5,26%
	IN INDEX		1,427	100,00%	1,969	100,00%	1,711	100,00%	1,710	100,00%	1,311	100,00%

VÝSLEDNÁ TABULKA - INTERPRETACE HODNOTY IN INDEXU	
IN INDEX > 1,77	podnik tvoří novou hodnotu pro vlastníky
0,75 < IN INDEX < 1,77	"šedá zóna" nevyhraněných výsledků
IN INDEX < 0,75	netvoří hodnotu pro vlastníky, případně ji ničí

Tabulka 36, Index IN99

Po celé sledované období spadají hodnoty indexu IN99 společnosti do „šedé zóny“ nevyhraněných výsledků. Však je nutno poznamenat, že vypovídací schopnost tohoto indexu je pro aktuální údaje sotva 50%.

4.5.3 IN01 – spojení bankrotního a bonitního modelu

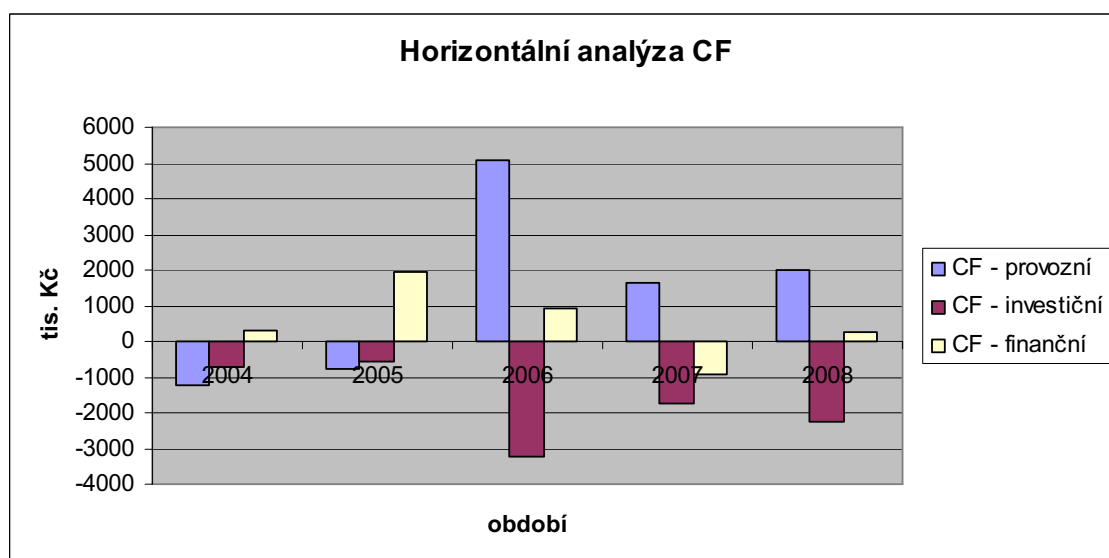
			2008		2007		2006		2005		2004	
	Ukazatel	Váha	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%	Celkem	%
X ₁	aktiva/cizí zdroje	0,13	0,216	11,84%	0,210	1,22%	0,275	18,13%	0,265	20,67%	0,265	20,67%
X ₂	EBIT/nákladové úroky	0,04	0,749	41,04%	15,810	91,52%	0,252	16,61%	0,091	7,10%	0,091	7,10%
X ₃	EBIT/aktiva	3,92	0,220	12,05%	0,541	3,13%	0,138	9,10%	0,037	2,89%	0,037	2,89%
X ₄	výnosy/aktiva	0,21	0,515	28,22%	0,588	3,40%	0,682	44,96%	0,734	57,25%	0,734	57,25%
X ₅	oběžná akt./(krat. závazky+ krat. ban. úvěry)	0,09	0,125	6,85%	0,125	0,72%	0,170	11,21%	0,155	12,09%	0,155	12,09%
	IN INDEX		1,83	100,00%	17,27	100,00%	1,52	100,00%	1,28	100,00%	1,28	100,00%

VÝSLEDNÁ TABULKA - INTERPRETACE HODNOTY IN INDEXU	
IN INDEX > 1,6	podnik tvoří novou hodnotu pro vlastníky
0,9 < IN INDEX < 1,6	"šedá zóna" nevyhraněných výsledků
IN INDEX < 0,9	netvoří hodnotu pro vlastníky, případně ji ničí

Tabulka 37, Index IN01

Index IN01 již hodnotí situaci podniku příznivěji, první tři roky sice hodnoty spadají do šedé zóny, nicméně poslední dva roky již společnosti vytváří hodnotu pro vlastníky. Zajímavé je, že první tři roky tvoří většinu hodnoty indexu podíl výnosů a celkových aktiv, v posledních letech převládá hodnota podílu EBIT a nákladových úroku (tedy úrokové krytí).

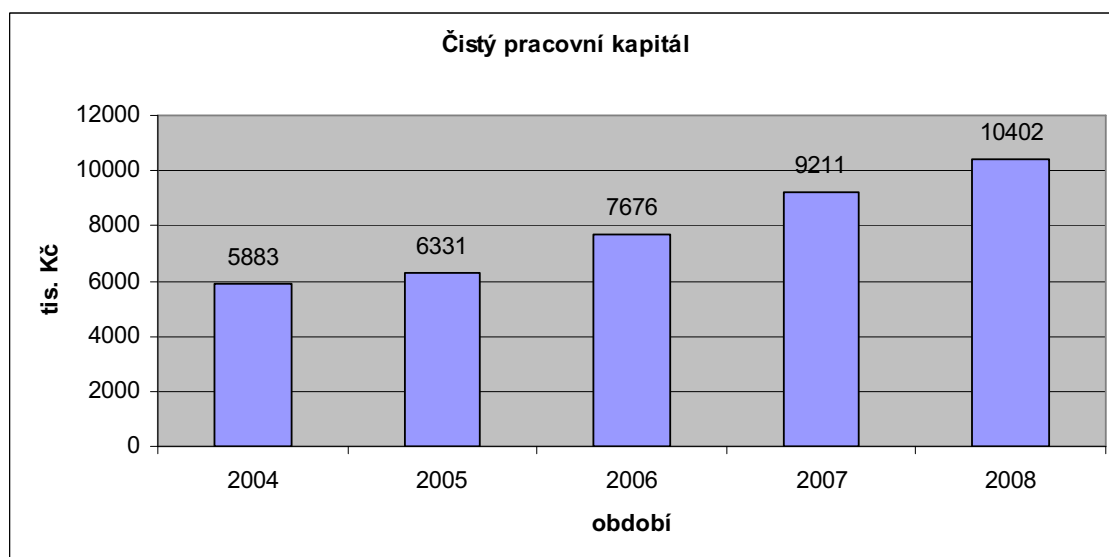
V závěru této kapitoly bych ještě rád poukázal na pracovní kapitál, cash flow a výsledky hospodaření.



Graf 5, Horizontální analýza CF

Horizontální analýza CF					
	2004	2005	2006	2007	2008
CF - provozní	-1245	-747	5067	1631	1995
CF - investiční	-707	-579	-3228	-1736	-2271
CF - finanční	291	1932	898	-923	276

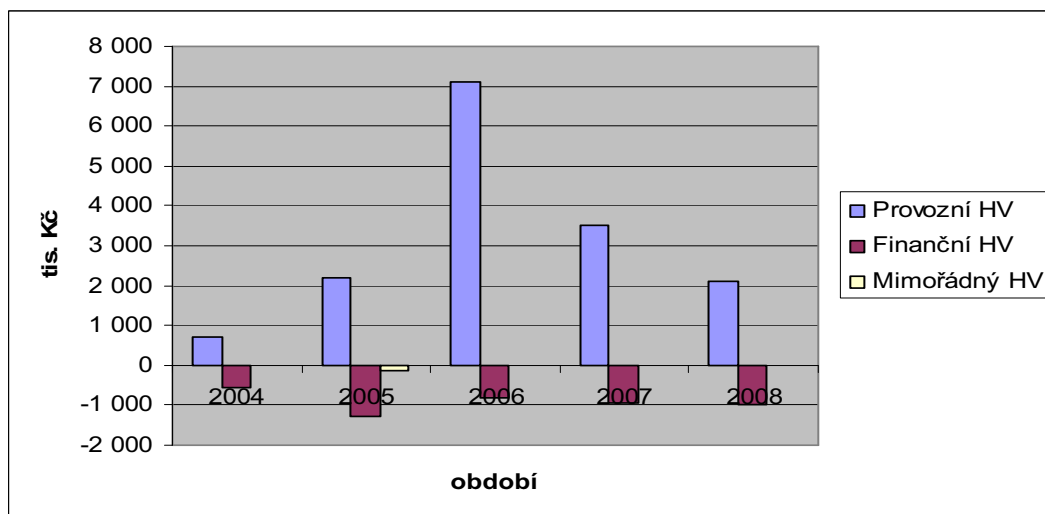
První dva roky sledovaného období lze sledovat záporné provozní CF, naštěstí v následujících letech již firma dosáhla kladných hodnot. V celém sledovaném období vykazuje firma záporné investiční CF, což svědčí o investiční aktivitě. Ze spíše kladných hodnot finančního CF, lze usuzovat že tyto investice byly financovány z vlastních zdrojů.



Graf 6, Čistý pracovní kapitál

Čistý pracovní kapitál je významný předpoklad platební schopnosti podniku. „Jedná se o část dlouhodobých zdrojů majetku, která kryje oběžná aktiva resp. o část oběžných aktiv, která je kryta dlouhodobými zdroji podniku. Čistý pracovní kapitál vzhledem ke své „dlouhodobosti“ vytváří, jakýsi „polštář“ pro případné finanční výkyvy. Jedná se o dlouhodobý zdroj, který má podnik k dispozici pro profinancování běžného chodu

podniku“⁶³. Ve sledovaném období lze sledovat jeho nárůst, což vypovídá ve prospěch finanční stability podniku.



Graf 7, Hospodářské výsledky 2004-2008

4.6 Zhodnocení finanční analýzy

- meziroční nárůst celkové hodnoty aktiv ve sledovaném období především oběžných aktiv, hodnota dlouhodobého majetku vzrostla velmi málo.
- meziroční nárůst podílu cizích zdrojů financování
- nárůst tržeb za vlastní výrobky a služby, v posledním roce však mírný pokles
- růst přidané hodnoty
- nárůst hodnoty provozního CF, které v posledních 2 letech nabylo kladných hodnot, záporné investiční CF svědčí o investiční aktivitě, kladné finanční CF vypovídá o financování investic z vlastních zdrojů. Nízké provozní CF je značným problémem společnosti, neboť nestačí na financování potřebného rozvoje. V současnosti však firma činí kroky, které by měly přispět k zlepšení situace (faktoring)
- pokles všech hodnot ukazatelů likvidity, zvláště peněžní likvidita dosahuje velmi nízkých hodnot, firma má však kontokorent, jako rezervu pohotových peněžních prostředků
- rostoucí zadluženost, díky nárůstu krátkodobých závazků, společnost však vykazuje vyšší hodnoty úrokové krytí

⁶³ KISLINGEROVÁ, Eva, HNILICA, Jiří, 2005

- nízké hodnoty rentability celkových aktiv, vlastního kapitálu a především rentability tržeb z čistého zisku po zdanění.
- meziroční nárůst doby inkasa krátkodobých pohledávek, která až na poslední rok převyšuje dobu splatnosti krátkodobých závazků – nepříznivý vliv na provozní CF.
- rostoucí absolutní hodnota čistého pracovního kapitálu
- klesající podíl hodnoty čistého pracovního kapitálu na aktivech
- nárůst hodnot produktivity práce z tržeb a z přidané hodnoty
- postupné zlepšování souhrnných index hodnocení (Altmanův index, IN99, IN01) až na poslední rok.

4.7 SWOT analýza

Analyzuje silné a slabé stránky společnosti, dále příležitosti a hrozby, které přináší okolí firmy. Zahrnuty jsou pouze skutečnosti strategického významu pro budoucnost podniku. Ve SWOT analýze jsou zahrnuty jednak výsledky provedené finanční a strategické analýzy a jednak informace konstatované vedením firmy.

Silné stránky	Slabé stránky
1. kvalita poskytovaných služeb	1. nízké provozní cash flow, neposkytuje dostatek zdrojů pro rozvoj
2. nízká zadluženost	2. nízké hodnoty rentability - přílišné zapojení vlastních zdrojů
3. kladná hodnot čistého pracovního kapitálu	3. velká závislost na několika klíčových zákaznících (6 firem se podílí 72% na cel.
4. pružná organizační struktura - strategické podnikatelské jednotky (SBU)	4. velmi nízké hodnoty likvidity
5. zákazníci jsou velké a kapitálově silné podniky	5. narůstající hodnoty doby inkasa krát. pohledávek
6. dobrá pověst, jméno firmy	6. produktivita práce z tržeb (resp. přidané hodnoty) pod průměrem odvětví, rovněž tempo růstu prod. je pod průměrem odvětví
7. nízká odepsanost dl. majetku	
8. vlastnění certifikátů ISO 9001 a ISO 14001	
9. silný marketing	
Příležitosti	Hrozby
1. nové technologie, patenty a know-how	1. hospodářská recese - pokles průmyslové výroby
2. rostoucí trh	2. nižší investiční aktivita zákazníků
3. slabší vyjednávací pozice dodavatelů	3. očekávaný pokles vývozu a dovozu zboží a služeb
4. zavádění nových služeb	4. dlouhá lhůta splatnosti krát. pohledávek
5. orientace na zahraniční trhy	5. mnoho kapitálově silných konkurentů
6. získání nových zákazníků	6. možnost ztráty strategického zákazníka

Tabulka 38, SWOT analýza

5 Finanční plán

Pro ocenění podniku pomocí výnosových metod je nutné sestavit finanční plán hlavních účetních výkazů:

- výkaz zisku a ztráty,
- rozvaha,
- investic do provozně nutného majetku.

Plán je sestaven metodou procentního podílu na tržbách. Společnost při svém financování spoléhá především na vlastní zdroje. Případné výkyvy likvidity řeší buď čerpáním kontokorentu (do 500 tis. Kč) nebo větší výpady pomocí krátkodobého revolvingového úvěru se sjednaným s úvěrovým rámcem 5 mil. Kč. Ve finančním plánu je tato skutečnost zohledněna.

Plán vychází z manažerského výkazu zisku a ztrát a plánu tržeb jak byl naplánován v rámci strategické analýzy. Společnost dosáhla v roce 2008 extrémního růstu tržeb (o 46,8%) proto byl plán zpracován variantně a to v optimistické a pesimistické variantě. Optimistická varianta tuto hodnotu zohledňuje, pesimistická vypouští. Plán je sestaven metodou procentního podílu na tržbách.

Pro větší přehlednost jsou v plánu odděleny náklady a výnosy spojené s provozním a neprovozním majetkem.

Nejprve bude popsána optimistická varianta a následně pesimistická.

5.1 Optimistická varianta

5.1.1 Plán výkazu zisku a ztrát

Společnost Mont Karviná se nezabývá prodejem zboží (ani doplňkového) a ani v následujícím období jej nehodlá zavést, proto je položka tržeb za prodej zboží plánovaná jako nulová. Společnost neplánuje v následujícím období tvorbu rezerv. Plán počítá s růstem přidané hodnoty, jedná se o dlouhodobější jev v hospodaření firmy. Dominantní nákladovou položkou zůstávají osobní náklady, které převyšují hodnotu odpisů.

1. Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem					
Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
Obchodní marže	0	0	0	0	0
Výkony	172 039	183 362	195 430	208 292	222 001
Výkonová spotřeba	126 792	124 869	133 088	141 847	151 183
Přidaná hodnota	45 247	58 492	62 342	66 445	70 818
Osobní náklady	38 816	54 367	55 502	59 155	63 048
Daně a poplatky	98	98	98	98	98
Odpisy	1 399	1796	1983	2220	1840
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	2 527	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	2 407	2 232	4 759	4 972	5 832

2. Náklady na cizí kapitál					
Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Nákladové úroky	209	0	287	198	100

3. Náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem					
Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	1 226	297	297	297	297
Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu	1 412	284	284	284	284
Výnosové úroky	3	14	15	16	17
Ostatní finanční náklady	924	718	718	718	718
Výsledek hospodaření z neprovozní činnosti	-1 110	-691	-690	-689	-688

4. Celkový výsledek hospodaření					
Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Mimořádný výsledek hospodaření	-4	0	0	0	0
Celkový výsledek hospodaření před daní	1 088	1 541	3 782	4 085	5 044
Daňová sazba	21%	20%	19%	19%	19%
Daň	228	308	719	776	958
Výsledek hospodaření za účetní období po daní	860	1 232	3 064	3 309	4 086

Tabulka 39, Plán výkazu zisku a ztrát - optimistická varianta

5.1.2 Plán rozvahy

Spolu s růstem tržeb je spojen nárůst majetku společnosti. Tento nárůst je způsoben především nárůstem hodnoty oběžného majetku a to především ve formě krátkodobých pohledávek a zásob.

V rozvaze byly vyčleněny položky majetku, které jsou provozně potřebné a provozně nepotřebné. Mezi provozně nepotřebné je zařazena budova, kterou podnik pronajímá. Dále dlouhodobý finanční majetek, který představuje podíl ve společnosti zabývající se odlišným oborem podnikání.

Hodnota krátkodobého finančního majetku byla stanovena prostřednictvím ukazatele okamžité likvidity. Plánovaná hodnota ukazatele okamžité likvidity se rovná geometrickému průměru historických hodnot, nesoulad bilanční sumy je pak doplněn prostřednictvím položky krátkodobých úvěrů, které společnost běžně užívá ke svému financování. I když minulém období nejsou v rozvaze vykázány žádné úvěry, ale nenulová položka placených úroků svědčí o tom, že úvěry během účetního období čerpány byly.

Plánovaná hodnota okamžité likvidity je nižší než doporučená hodnota, ale vzhledem k faktu, že společnost nemá problémy s hrazením svých splatných závazků, lze právě tuto výši považovat za provozně nutnou. Blíže k růstu dlouhodobého majetku resp. investicím bude pojednáno níže.

AKTIVA	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	50 115	51 691	54 564	57 598	61 479
Dlouhodobý majetek	11 593	12 027	12 462	12 896	13 722
Dlouhodobý nehmotný majetek	115	118	122	125	128
Dlouhodobý hmotný majetek	10 003	10 434	10 865	11 296	12 118
Stavby	702	681	660	639	618
- provozně potřebné	0	0	0	0	0
- provozně nepotřebné	702	681	660	639	618
Pozemky	52	52	52	52	52
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	5 656	6 108	6 560	7 012	7 855
Jiný dl. hmotný majetek	3 593	3 593	3 593	3 593	3 593
Dlouhodobý finanční majetek	1 475	1 475	1 475	1 475	1 475
- provozně potřebný	0	0	0	0	0
- provozně nepotřebný	1 475	1 475	1 475	1 475	1 475
Oběžná aktiva	35 832	37 051	39 490	42 089	45 145
Zásoby	1 411	3 667	3 909	4 166	4 440
Krátkodobé pohledávky	32 442	30 644	32 661	34 811	37 388
Krátkodobý finanční majetek	1 979	2 740	2 920	3 112	3 317
- provozně potřebné	1 979	2 740	2 920	3 112	3 317
- provozně nepotřebné	0	0	0	0	0
Ostatní aktiva	2 613	2 613	2 613	2 613	2 613

Tabulka 40, Plánovaná rozvaha - aktiva - optimistická varianta

Na straně pasiv se nárůst bilanční sumy projevuje v hodnotě vlastního kapitálu. Která se meziročně navyšuje o vytvořený výsledek hospodaření běžného období, který společnost zatím zadržuje. Hodnota základního kapitálu zůstává konstantní, není plánováno jeho navyšování. Hodnota cizích zdrojů neklesá ani nenarůstá. Společnost neplánuje přijetí úvěru. Plán počítá pouze s využíváním krátkodobého revolvingový úvěru k překlenutí krátkodobých problémů s likviditou.

PASIVA	2008	2009	2010	2011	2012
PASIVA CELKEM	50 115	51 691	54 565	57 598	61 479
Vlastní kapitál	19 365	20 597	23 661	26 970	31 056
Základní kapitál	4 700	4 700	4 700	4 700	4 700
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	1 131	1 131	1 131	1 131	1 131
- zákonný rezervní fond	941	941	941	941	941
- statutární a ostatní fondy	190	190	190	190	190
Výsledek hospodaření minulých let	12 671	13 534	14 766	17 830	21 139
Výsledek hospodaření běžného účetního období	863	1 232	3 064	3 309	4 086
Cizí zdroje	30 750	31 094	30 903	30 628	30 423
Rezervy	2 052	2 052	2 052	2 052	2 052
Dlouhodobé závazky	3268	2279	2279	2279	2279
- jiné závazky	3268	2279	2279	2279	2279
Krátkodobé závazky	25 430	21 551	22 970	24 482	26 093
- závazky z obchodních vztahů	21 794	17 733	18 900	20 144	21 470
- závazky k zaměstnancům	2 239	1 306	1 392	1 484	1 581
- závazky ze sociálního zab. a zdrav. pojištění	1 158	754	803	856	912
- stát - daňové závazky a dotace	-11	1 758	1 874	1 997	2 129
Bankovní úvěry a výpomoci	0	5 212	3 603	1 816	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	5 212	3 603	1 816	0
Ostatní pasiva	0	0	0	0	0

Tabulka 41, Plánovaná rozvaha - pasiva - optimistická varianta

5.1.3 Plán investic do dlouhodobého majetku provozně nutného

Společnost nemá sestavený žádný plán investic pro následující období. Plán investic, sestavený pro účely ocenění, proto vychází z minulých koeficientů investiční náročnosti provozně nutného majetku (podílu investic do provozně nutného majetku a přírůstku tržeb), které jsou uvedeny v příloze č.17. Celková výše netto investic se odvíjí od přírůstku tržeb v plánovaném období (2009-2012), který u optimistické varianty činí 38640 tis.Kč a celkové netto investice této varianty 1822 tis. Kč.

Největší investice (1808 tis. Kč) celkově směřovaly do položky samostatných movitých věcí, které představují po práci druhý nejvýznamnější výrobní faktor. Nehmotný majetek nepředstavuje významnou položku aktiv, ale protože je považován za provozně nutný je obsažen v tomto plánu.

Nehmotný majetek	Prognóza				
	2008	2009	2010	2011	2012
Původní - odpisy	84	84	31	0	0
- zůstatková cena	115	31	0	0	0
Nový - investice netto		3	3	3	3
- investice brutto		87	56	39	49
- pořizovací hodnota k 31.3.		87	143	183	232
- odpisy (1/4 pořizovací ceny k 1.4.)		0	22	36	46
Celkem - odpisy	84	84	53	36	46
celkem - zůstatková hodnota	115	118	122	125	128

Samostatné movité věci	Prognóza				
	2008	2009	2010	2011	2012
Původní - odpisy	856	856	856	856	856
- zůstatková cena	5656	4800	3944	3088	2232
Nový - investice netto		452	452	452	452
- investice brutto		1308	1526	1780	2077
- pořizovací hodnota k 31.3.		1308	2834	4615	6692
- odpisy (1/6 pořizovací ceny k 1.4.)		0	218	472	769
Celkem - odpisy	856	856	1074	1328	1625
celkem - zůstatková hodnota	5656	6108	6560	7012	7464

Tabulka 42, Plán investic do provozně nutného kapitálu

V posledních letech směřovaly značné prostředky do položky jiného dlouhodobého majetku, který v tomto případě představuje technické zhodnocení haly. Toto zhodnocení bylo dokončeno a předáno do užívání. Očekává se, že další investice v dohledné době nebudou potřeba, proto nejsou plánovány.

Jiný DHM	Prognóza				
	2008	2009	2010	2011	2012
Původní - odpisy	543	856	856	856	169
- zůstatková cena	3593	2737	1881	1025	169
Nový - investice netto		0	0	0	0
- investice brutto		0	0	0	0
- pořizovací hodnota k 31.3.		0	0	0	0
- odpisy (1/6 pořizovací ceny k 1.4.)		0	0	0	0
Celkem - odpisy	543	856	856	856	169
celkem - zůstatková hodnota	3593	3593	3593	3593	3593
Pozemky	52	52	52	52	52
Celkem	2008	2009	2010	2011	2012
Odpisy	1483	1796	1983	2220	1840
Zůstatková hodnota	9364	9819	10275	10730	11186
Celkové investice netto do DM	893	455	455	455	455
Celkové investice brutto do DM	2376	1395	1582	1820	2126

5.1.4 Finanční analýza plánu

Finanční plán je potřeba podrobit finanční analýze, která hodnotí vývoj hlavních ukazatelů a může odhalit případné slabiny plánu.

Likvidita	2008	2009	2010	2011	2012
Okamžitá likvidita	0,08	0,10	0,11	0,12	0,13
Pohotová likvidita	1,35	1,55	1,55	1,55	1,56
Běžná likvidita	1,41	1,38	1,49	1,60	1,73

Zadluženost	2008	2009	2010	2011	2012
Koeficient samofinancování	38,64%	39,85%	43,36%	46,82%	50,51%
Úrokové krytí z EBIT	6,21	NA	14,19	21,61	0,00

Rentabilita účetní	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilita celkového kapitálu z EBIT	2,59%	2,98%	7,46%	7,44%	8,37%
Rentabilita vlastního kapitálu z EAT	4,44%	5,98%	12,95%	12,27%	13,16%
Rentabilita tržeb z EAT	0,50%	0,67%	1,57%	1,59%	1,84%
Rentabilita tržeb z provozního zisku	1,40%	1,22%	2,44%	2,39%	2,63%

Rentabilita hlavního provozu	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilita tržeb z KPVH po dani (zisková marže)	1,11%	0,97%	1,97%	1,93%	2,13%
Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu z KPVH	15,10%	7,26%	14,92%	14,84%	16,57%

Aktivita	2008	2009	2010	2011	2012
Doba obratu zásob(dny)	2,99	7,30	7,30	7,30	7,30
Doba obratu pohledávek (dny)	68,83	61,00	61,00	61,00	61,47
Doba obratu obchodních závazků (dny)	53,95	42,90	42,90	42,90	42,90

Tabulka 43, Finanční analýza plánu - optimistická varianta

Ukazatele likvidity vykazují po celé plánované období sice rostoucí trend, ale stále pod doporučenou hodnotou. Nízké hodnoty těchto ukazatelů jsou způsobeny nízkou hodnotou krátkodobého finančního majetku, vzhledem k výše uvedeným faktům, je však tato hodnota považována za dostatečnou.

Na snižujících se hodnotách **ukazatelů zadluženosti** má podíl kumulující se hodnota výsledků hospodaření běžných období a žádné přijímání dalších úvěrů. Dlouhodobou strategií společnosti je financování prostřednictvím vlastních zdrojů, doplněných o krátkodobý revolvingový úvěr sloužící k překlenutí krátkodobých výpadů v likviditě. Tento fakt dále způsobuje vyšší hodnoty úrokového krytí.

Ukazatele rentability vykazují rostoucí trend, dosahují však nízké hodnoty. Zejména rentabilita tržeb je velmi nízká.

Ukazatele aktivity (doby obratu) vykazují zlepšující se trend, ustalují se na hodnotě geometrického průměru minulého období. K nárůstu došlo pouze u hodnoty doby obratu zásob, který v předcházejícím roce prodělal značný pokles, jedná se tedy o obnovení trendu.

5.2 Pesimistická varianta

5.2.1 Plán výkazu zisku a ztrát

V předchozí kapitole při pojednání o optimistické variantě byly zmíněny východiska a specifika plánu, dále bude pozornost věnována spíše rozdílům varianty pesimistické od varianty optimistické.

Jak již bylo zmíněno hlavní specifikum pesimistické varianty spočívá ve vypuštění extrémní hodnoty nárůstu tržeb v posledním roce, proto první rok plánu začíná markantním poklesem tržeb. S tím přirozeně souvisí i plánovaný propad hodnoty přidané hodnoty. Plán je dále již sestaven jako rostoucí.

1. Hlavní činnost - náklady a výnosy spojené s provozním majetkem					
Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
Obchodní marže	0	0	0	0	0
Výkony	172 039	133 094	141 854	151 190	161 141
Výkonová spotřeba	126 792	98 090	96 744	103 112	109 898
Přidaná hodnota	45 247	35 004	45 110	48 078	51 243
Osobní náklady	38 816	32 009	40 145	42 787	45 603
Daně a poplatky	98	98	98	98	98
Odpisy	1 399	1796	1962	2175	1766
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	2 527	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	2 407	1 101	2 905	3 019	3 776

2. Náklady na cizí kapitál					
Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Nákladové úroky	209	0	61	68	49

3. Náklady a výnosy spojené s neprovozním majetkem					
Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	1 226	288	288	288	288
Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu	1 412	206	206	206	206
Výnosové úroky	3	10	11	11	12
Ostatní finanční náklady	924	718	718	718	718
Výsledek hospodaření z neprovozní činnosti	-1 110	-626	-625	-625	-624

4. Celkový výsledek hospodaření					
Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0	0
Celkový výsledek hospodaření před daní	1 088	475	2 219	2 326	3 103
Daňová sazba	24%	21%	20%	19%	19%
Daň	261	100	444	442	590
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	827	375	1 775	1 884	2 514

Tabulka 44, Plán výkazu zisku a ztrát - pesimistická varianta

5.2.2 Plán rozvahy

Pokles tržeb se projeví v aktivech nejvíce poklesem významné položky krátkodobých pohledávek a tím i poklesem celé bilanční sumy. Protože dále je plán sestaven jako rostoucí, počítá mimo jiné i s investicemi nad úrovněmi odpisů (netto investicemi), proto je položka dlouhodobého majetku sestavena jako rostoucí.

AKTIVA	2008	2009	2010	2011	2012
AKTIVA CELKEM	50 115	41358	43759	46385	49182
Dlouhodobý majetek	11 593	11851	12161	12470	12779
Dlouhodobý nehmotný majetek	115	118	120	123	125
Dlouhodobý hmotný majetek	10 003	10 258	10 565	10 872	11 180
Stavby	702	681	660	639	618
- provozně potřebné	0	0	0	0	0
- provozně nepotřebné	702	681	660	639	618
Pozemky	52	52	52	52	52
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	5 656	5984	6312	6640	6969
Jiný dl. hmotný majetek	3 593	3593	3593	3593	3593
Dlouhodobý finanční majetek	1 475	1 475	1 475	1 475	1 475
- provozně potřebný	0	0	0	0	0
- provozně nepotřebný	1 475	1 475	1 475	1 475	1 475
Oběžná aktiva	35 832	29 507	31 599	33 915	36 403
Zásoby	1 411	2662	2837	3024	3223
Krátkodobé pohledávky	32 442	22243	24029	26019	28159
Krátkodobý finanční majetek	1 979	1989	2119	2259	2408
- provozně potřebné	1 979	1 989	2 119	2 259	2 408
- provozně nepotřebné	0	0	0	0	0
Ostatní aktiva	2 613	2 613	2 613	2 613	2 613

Tabulka 45, Plánovaná rozvaha – aktiva – pesimistická varianta

Na straně pasiv se propad bilanční sumy odrazil především v hodnotě krátkodobých závazků z obchodních vztahů a tedy i celkových cizích zdrojů (rezervy nebudou tvořeny, nové úvěry nebudou přijímány). Relativní výše krátkodobého finančního majetku byla stanovena stejně jako u optimistické varianty. Pouze absolutní hodnota finančního majetku je nižší a je tedy nižší i výše krátkodobých úvěrů, které dorovnávají nesoulad bilanční sumy.

PASIVA	2008	2009	2010	2011	2012
PASIVA CELKEM	50 115	41 358	43 759	46 386	49 183
Vlastní kapitál	19 365	19 740	21 515	23 399	25 912
Základní kapitál	4 700	4 700	4 700	4 700	4 700
Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	1 131	1 131	1 131	1 131	1 131
- zákonný rezervní fond	941	941	941	941	941
- statutární a ostatní fondy	190	190	190	190	190
Výsledek hospodaření minulých let	12 671	13 534	13 909	15 684	17 568
Výsledek hospodaření běžného účetního období	863	375	1 775	1 884	2 514
Cizí zdroje	30 750	21 618	22 245	22 987	23 271
Rezervy	2 052	2 052	2 052	2 052	2 052
Dlouhodobé závazky	3268	2279	2279	2279	2279
- jiné závazky	3268	2279	2279	2279	2279
Krátkodobé závazky	25 430	16 180	16 673	17 770	18 940
- závazky z obchodních vztahů	21 794	13 407	13 719	14 622	15 584
- závazky k zaměstnancům	2 239	948	1 010	1 077	1 148
- závazky ze sociálního zab. a zdrav. pojištění	1 158	547	583	621	662
- stát - daňové závazky a dotace	-11	1 276	1 360	1 450	1 545
Bankovní úvěry a výpomoci	0	1 107	1 241	886	0
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
Krátkodobé bankovní úvěry	0	1 107	1 241	886	0
Ostatní pasiva	0	0	0	0	0

Tabulka 46, Plánovaná rozvaha – pasiva – pesimistická varianta

5.2.3 Plán investic do provozně nutného majetku

Pesimistická varianta plánu počítá s menším přírůstkem tržeb v plánovaném období (28047 tis. Kč) a celkové netto investice dosáhnou výše 1322 tis. Kč, z toho do položky samostatných movitých věcí 1313 tis. Kč. (Viz příloha č.17).

Pro položku jiného dlouhodobého majetku se stejně jako u optimistické varianty neplánují další investice.

Nehmotný majetek	Prognóza				
	2008	2009	2010	2011	2012
Původní - odpisy	84	84	31	0	0
- zůstatková cena	115	31	0	0	0
Nový - investice netto		3	2	2	2
- investice brutto		87	55	38	47
- pořizovací hodnota k 31.3.		87	142	180	227
- odpisy (1/4 pořizovací ceny k 1.4.)		0	22	36	45
Celkem - odpisy	84	84	53	36	45
celkem - zůstatková hodnota	115	118	120	123	125

Samostatné movité věci	Prognóza				
	2008	2009	2010	2011	2012
Původní - odpisy	856	856	856	856	856
- zůstatková cena	5656	4800	3944	3088	2232
Nový - investice netto		328	328	328	328
- investice brutto		1184	1382	1612	1880
- pořizovací hodnota k 31.3.		1184	2566	4177	6058
- odpisy (1/6 pořizovací ceny k 1.4.)		0	197	428	696
Celkem - odpisy	856	856	1053	1284	1552
celkem - zůstatková hodnota	5656	5984	6312	6640	6969

Jiný DHM	Prognóza				
	2008	2009	2010	2011	2012
Původní - odpisy	543	856	856	856	169
- zůstatková cena	3593	2737	1881	1025	169
Nový - investice netto		0	0	0	0
- investice brutto		0	0	0	0
- pořizovací hodnota k 31.3.		0	0	0	0
- odpisy (1/6 pořizovací ceny k 1.4.)		0	0	0	0
Celkem - odpisy	543	856	856	856	169
celkem - zůstatková hodnota	3593	3593	3593	3593	3593

Pozemky	52	52	52	52	52
---------	----	----	----	----	----

Celkem	2008	2009	2010	2011	2012
Odpisy	1483	1796	1962	2175	1766
Zůstatková hodnota	9364	9695	10026	10356	10686
Celkové investice netto do DM	9	331	330	330	330
Celkové investice brutto do DM	1313	1271	1437	1650	1928

Tabulka 47, Plán investic do provozně nutného majetku - pesimistická varianta

5.2.4 Finanční analýza plánu

Likvidita	2008	2009	2010	2011	2012
Okamžitá likvidita	0,08	0,12	0,12	0,12	0,13
Pohotová likvidita	1,35	1,50	1,57	1,59	1,61
Běžná likvidita	1,41	1,71	1,76	1,82	1,92

Zadluženost	2008	2009	2010	2011	2012
Koeficient samofinancování	38,64%	47,73%	49,17%	50,44%	52,69%
Úrokové krytí z EBIT	6,21	NA	37,44	35,07	64,68

Rentabilita účetní	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilita celkového kapitálu z EBIT	2,59%	1,15%	5,21%	5,16%	6,41%
Rentabilita vlastního kapitálu z EAT	4,27%	1,90%	8,25%	8,05%	9,70%
Rentabilita tržeb z EAT	0,48%	0,28%	1,25%	1,25%	1,56%
Rentabilita tržeb z provozního zisku	1,40%	0,83%	2,05%	2,00%	2,34%

Rentabilita hlavního provozu	2008	2009	2010	2011	2012
Rentabilita tržeb z KPVH po dani (zisková marže)	1,06%	0,65%	1,64%	1,62%	1,90%
Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu z KPVH	14,53%	4,12%	10,55%	10,64%	12,76%

Aktivita	2008	2009	2010	2011	2012
Doba obratu zásob(dny)	2,99	7,30	7,30	7,30	7,30
Doba obratu pohledávek (dny)	68,83	61,00	61,83	62,82	63,78
Doba obratu obchodních závazků (dny)	53,95	44,37	42,90	42,90	42,90

Tabulka 48, Finanční analýza plánu - pesimistická varianta

Ukazatele **likvidity** dosahují téměř stejných hodnot jako u optimistické varianty.

Ukazatele **koeficientu samofinancování** vykazují vyšší hodnoty oproti optimistické variantě, tento jev je způsoben nižšími nároky na absolutní výši finančního majetku u pesimistické varianty (při stejné hodnotě okamžité likvidity) a tím i nižší potřeby plánovaného čerpání krátkodobého úvěru k vyrovnání bilanční sumy.

Ukazatele **rentability** jsou poměrně nižší než u optimistické varianty. Při plánování byla použita metoda procentního podílu na tržbách. Rozdíl lze zdůvodnit tím, že některé nákladové položky mají fixní charakter a se změnou tržeb se nemění (v rámci dané výrobní kapacity).

Ukazatele **aktivity** (doby obratu) kopírují optimistickou variantu neboť vycházejí z historických dat (geometrického průměru).

6 Návrh ocenění

Jako nejvhodnější, ke stanovení ocenění společnosti Mont Karviná, a.s., považují výnosové metody. Ze strategické a finanční analýzy vyplynulo, že lze přijmout předpoklad neomezeného trvání podniku se kterým výnosové metody implicitně pracují. Tyto metody jsou založeny na poznatku, že hodnota statku (podniku) je určena užitky z toho statku plynoucích. V případě podniku jsou těmito užitky budoucí výnosy. Samotné ocenění bude provedeno ve dvou variantách (optimistické a pesimistické) a to jednak dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků ve variantě pro vlastníky a věřitele (entity) a dále metodou ekonomické přidané hodnoty.

6.1 Výpočet diskontní míry (WACC)

Pro dvoufázovou metodu diskontovaných peněžních toků ve variantě **entity** (vychází se z peněžních toků pro vlastníky a věřitele) se jako diskontní míra užívá průměrných vážených nákladů kapitálu. Které obsahují náklady jak na vlastní, tak na cizí kapitál.

1. Náklady na vlastní kapitál

Představují implicitní náklady, které nejsou účetně vykazované. Jsou dány výnosovým očekáváním investorů. V praxi představuje nejuznávanější metodu výpočtu nákladů vlastního kapitálu – model CAPM (capital asset pricing model), jenž se opírá o teorii kapitálového trhu a náklady na VK odvozuje od alternativních výnosů s přihlédnutím k riziku. Vzhledem k omezené funkčnosti kapitálového trhu ČR a jeho kratší historii se postupně prosazuje názor, že je lepší použít data ze světového, nebo ještě lépe **amerického kapitálového trhu**⁶⁴. V práci bude použit právě tento přístup. Pro užití toho modelu je třeba zjistit:

- a) **bezrizikovou úrokovou míru** – byla stanovena jako výnosnost 10-ti letých státních dluhopisů USA (T-bonds) ke dni 18.12.09 a která činí **3,55%**⁶⁵ p.a.
- b) **rizikovou prémii trhu** – vychází se z rizikové premie trhu USA, který je se stanovuje jako geometrický za co nejdelší období (1928-2008) a činí **5,19%**⁶⁶.

⁶⁴ Mařík, M. 2007. Str. 221

⁶⁵ <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.shtml>

⁶⁶ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

Poté je potřeba zjistit rating ČR, agentura Moodys⁶⁷ dává ČR rating A1. Rating je třeba promítnout do rizikové přírážky země, kterou nazýváme riziko selhání země. Nejlepším způsobem jak to zjistit je použít rozdíl mezi výnosnostmi obligací se stejným ratingem, jako má ČR a vládními (nejlépe 10-ti letými) obligacemi USA (ty mají nejvyšší rating AAA), tento rozdíl (spread) činí **0,93%** (viz příloha č.33).

Dále je nutné upravit riziko selhání země o rozdíl volatility trhu akcií v dané zemi a volatility vládních dluhopisů v této zemi. V našich podmínkách je však obtížné získávat aktuální volatility trhu akcií a vládních dluhopisů. V těchto případech lze užít orientační koeficient asi **1,5**⁶⁸.

Protože diskontní míra je kalkulována z pohledu českého investora a nikoli zahraničního investora je žádoucí zvýšit rizikovou přírážku ještě o rozdíly v dlouhodobé prognózované inflaci mezi Českou republikou a USA.

- c) **koeficient beta** – byl získán z dat prof. Damodarana⁶⁹, jako nejvhodnější položka se jeví "Electric Utilities", pro kterou je stanovena nezadlužená beta rovna **0,55**.
- d) **Rizikové přírážky** – za nižší likviditu vlastnických podílů 1%.

Shrnuto do následující tabulky.

⁶⁷ <http://www.finance.cz/ekonomika/rating>

⁶⁸ Mařík, M. 2007. Str. 222

⁶⁹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

Náklady vlastního kapitálu - CAPM s rizikovou prémie země

rf (aktuální výnosnost 10-ti letých státních dluhopisu USA)	3,55%
Beta nezadlužená pro "Electric Utilities"	0,55
Riziková premie kap. trhu USA (geo. průměr 1928-2008)	5,19%
Rating České republiky	A1

Riziko selhání země (premie USA dluhopisů A1 oproti AAA)	0,93%
Odhad poměru rizikové premie u akcií oproti dluhopisům	1,5
Riziková premie země	1,40%
Riziková premie země opravena o rozdíl v inflaci (0,5%)	1,90%

Poměr vlastního a cizího kapitálu u oceňovaného podniku	0,00%
Daňová sazba	19,00%
Beta zadlužené	0,55

Přírůžka za menší likviditu vlastnických podílů	1,00%
---	-------

Náklady na vlastní kapitál	9,30%
-----------------------------------	--------------

Tabulka 49, Náklady vlastního kapitálu metodou CAPM

Pozn.: K datu ocenění společnost nedisponuje žádným cizím zpoplatněným kapitálem, proto poměr vlastního a cizího kapitálu byl stanoven jako nula⁷⁰.

Pro srovnání byly stanoveny náklady na vlastní kapitál stavebnicovou metodou (viz příloha č.11 a 12) ve výši **11,54%**. Tato metoda je pro nutnost použití subjektivních odhadů rizik oceňovaného podniku považovaná za méně objektivní. Proto pro ocenění byla použita metoda CAPM.

2. Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Vzhledem k absenci cizího zpoplatněného kapitálu je hodnota průměrných vážených nákladů kapitálu tvořena ze 100 % náklady na vlastní kapitál.

⁷⁰ Bráno doslovně poměr vlastního a cizího kapitálu by nebylo možno určit, neboť dělit nulou nemá smysl.

Účetní struktura kapitálu k datu ocenění			Podíl
Vlastní kapitál + nákladové rezervy	21 417	tis. Kč	100,00%
Dluhopisy	0	tis. Kč	0,00%
Bankovní úvěry dlouhodobé	0	tis. Kč	0,00%
Bankovní úvěry krátkodobé	0	tis. Kč	0,00%
Zpoplatněný kapitál celkem	21 417	tis. Kč	100,00%

Váhy jednotlivých položek kapitálu			
	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	100,00%	9,30%	9,30%
Cizí kapitál	0,00%	NA	0,00%
Průměrné vážené náklady kapitálu			9,30%

Tabulka 50, Průměrné vážené náklady kapitálu

6.2 Metoda DCF entity – optimistická varianta

6.2.1 Výpočet volného peněžního toku do firmy (FCFF)

Pro aplikaci dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků je nejprve potřeba zjistit kolik peněžních prostředků lze každoročně z podniku odčerpat, aniž by byl narušen jeho chod. Výpočet tohoto toku je uveden v následující tabulce. Podklady pro tento výpočet jsou obsaženy v příloze č.18.

Volné cash flow pro první fázi				
	2009	2010	2011	2012
KPVH	2 232	4 759	4 972	5 832
Upravená daň	446	904	945	1 108
KPVH po dani	1 785	3 855	4 027	4 724
Odpisy	1 796	1 983	2 220	1 840
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM	-7 328	-3 437	-3 742	-4 110
Investice do provozně nutného PK	-5 098	-1 020	-1 087	-1 445
FCFF	-8 844	1 380	1 418	1 009

Tabulka 51, Volné CF pro první fázi

V prvním roce plánu dosahuje společnost záporné hodnoty volného cash flow. Tento jev je způsobem vysokými investicemi do provozně nutného majetku. Jak již bylo zmíněno výše, společnost nemá sestavený žádný plán investic. Proto investice do provozně nutného majetku jsou plánovány podle historických hodnot, které souviseli s dynamickým růstem tržeb minulých let (meziročně průměrně asi 10%). Pro budoucí období ze strategické analýzy však vyplynulo nižší tempo růstu tržeb. V dalších letech již podnik dosahuje kladné hodnoty volného peněžního toku.

6.2.2 Současná hodnota první fáze ocenění

Nyní lze vyčíslit současnou hodnotu první fáze ocenění (2009-2012), podle vztahu:

$$H_1 = \sum_{t=1}^4 \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

kde:

FCFF = volný peněžní tok do firmy,

H_1 = hodnota první fáze,

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu, jakožto diskontní míra,

T = jednotlivé roky prognózy, $t = \{1,2,3,4\}$

Pro přehlednost výpočet shrnuje následující tabulka.

	2009	2010	2011	2012
FCFF	-8 844	1 380	1 418	1 009
Odúročitel pro diskontní míru 9,30%	0,9149	0,8371	0,7659	0,7007
Diskontované FCFF k 31.3.2009	-8 092	1 155	1 086	707

Současná hodnota 1.fáze	-5 143 tis. Kč
-------------------------	----------------

Tabulka 52, Současná hodnota první fáze

Celková hodnota první fáze ocenění vyjádřena součtem diskontovaných volných peněžních toku činí -5143 tis. Kč.

Pro vysoké výdaje na investice do provozně nutného majetku je první rok hodnota volného peněžního toku záporná a i když v následujících letech je tato hodnota kladná nepostačuje k vyrovnání celkové sumy do kladných čísel.

6.2.3 Současná hodnota druhé fáze ocenění

Společnost vykazovala v minulém období dynamický růst tržeb (meziročně průměrně asi 10%). V roce 2008 dosáhla rekordního růstu tržeb o 46,8%. Ze strategické analýzy vyplynul poměrně silný vnitřní potenciál podniku. Proto je předpokládána míra růstu tržeb po roce 2012 na úrovni 6,58%. Východiska pokračující hodnoty jsou shrnuty v tabulce.

Pokračující hodnota		
Tempo růstu	6,58%	
Míra investic do DM a PK	44,33%	
Rentabilita investic netto	14,85%	
FCFF 2013	2 803	tis. Kč
KPVH 2013	5 035	tis. Kč

Tabulka 53, Východiska pro pokračující hodnotu – optimistická varianta

K výpočtu pokračující hodnoty byly použit Gordonův vzorec a parametrický vzorec, při správné aplikaci tyto vzorce poskytují stejné výsledky.

1. Gordonův vzorec

$$PH = \frac{FCFF_{2013}}{i_k - g} = \frac{2803}{\frac{9,3 - 6,58}{100}} = 103137 \text{ tis. Kč}$$

2. Parametrický vzorec

$$PH = \frac{KPVH_{2013} \cdot (1 - \frac{g}{r_1})}{i_k - g} = \frac{5035 \cdot (1 - \frac{6,58/100}{14,85/100})}{(9,3 - 6,58)/100} = 103137 \text{ tis. Kč}$$

Diskontováním této hodnoty získáme současnou hodnotu druhé fáze a to následovně:

$$H_2 = 103137 \cdot \frac{1}{(1 + \frac{9,3}{100})^4} = 72267 \text{ tis. Kč}$$

6.2.4 Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou DCF entity

Součtem současné hodnoty první a druhé fáze získáme provozní hodnotu podniku brutto, odečtením úročeného cizího kapitálu získáme provozní hodnotu netto, která společně s hodnotou neprovozního majetku (dlouhodobý finanční majetek + pronajímaná budova) k datu ocenění tvoří výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Shrnutí v následující tabulce.

Současná hodnota 1.fáze	-5 143	tis. Kč
Současná hodnota 2.fáze	72 267	tis. Kč
Provozní hodna brutto	67 124	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0	tis. Kč
Provozní hodna netto	67 124	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 177	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	69 301	tis. Kč

Tabulka 54, Výsledná hodnota VK podle DCF – optimistická varianta

Hodnota vlastního kapitálu společnosti Mont Karviná, a.s. činí podle metody DCF entity (v optimistické variantě) 69301 tis. Kč ke dni 31.3.2008.

Zajímavé srovnání nabízí pohled na hodnotu vlastního kapitálu podle výnosové metody a v účetním vyjádření, které činí **19 365 tis. Kč**. Zatímco účetní hodnota je prostým součtem jednotlivých hodnot rozvahy, vedených převážně v historických cenách, výnosová metoda se snaží zjistit celkový užitek, ve formě budoucích zisků, plynoucí z vlastnění podniku.

6.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty - optimistická varianta

Je založena na tvorbě tzv. ekonomického zisku, který na rozdíl od účetního pojetí kalkuluje navíc s náklady vlastního kapitálu.

Základní schéma výpočtu ekonomické přidané hodnoty (EVA) je následující:

$$EVA = NOPAT - NOA \times WACC ,$$

kde:

EVA = ekonomická přidaná hodnota (economic value added),

NOPAT = zisk (čistý) z operační činnosti (net operating profit after taxes), zde odpovídá korigovanému provoznímu výsledku hospodaření,

NOA = čistá operační aktiva (net operating assets), zde odpovídají hodnotě provozně nutného investovaného kapitálu,

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu.

Pozn.: Hodnoty NOPAT resp. korigovaného provozního výsledku hospodaření po dani a NOA resp. provozně nutného investovaného kapitálu jsou stejné jako u metody DCF entity a postup jejich získání je uveden v příloze č.18.

Ocenění metodou ekonomické připadané hodnoty se skládá stejně jako u metody DCF entity ze dvou fází.

V první fázi jsou vypočteny hodnoty EVA let plánovaného období a součtem jejich diskontovaných hodnot je získána současná hodnota první fáze. Současná hodnota druhé fáze představuje součet všech budoucích EVA a je vypočtena jako perpetuita pomocí Gordonova vzorce. Součtem hodnot první a druhé fáze získáme MVA (market value added) – tržní přidanou hodnotu, která spolu s hodnotou NOA tvoří výslednou hodnotu vlastního kapitálu.

31.3.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
NOPAT	1 902	1 785	3 855	4 027	4 724	5 035
NOA k 31.3.	23 133	28 665	30 120	31 641	33 911	36 143
WACCxNOA _{t-1}		2 151	2 666	2 801	2 942	3 154
EVA		-366	1 189	1 226	1 782	1 881

Tabulka 55, EVA pro první fázi - optimistická varianta

Pozn.: Hodnota EVA v daném roce počítá s hodnotou NOA v roce minulém. Neboť hodnota aktiv ke konci roku minulého, která je stejná jako v první den nového roku (princip bilanční kontinuity).

6.3.1 Současná hodnota první fáze ocenění

Nyní lze vyčíslit současnou hodnotu první fáze (optimistické varianty) ocenění (2009-2012), podle vztahu:

$$H_1 = \sum_{t=1}^4 \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

kde:

EVA_t = ekonomická přidaná hodnota v roce t,

H_1 = hodnota první fáze,

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu, jakožto diskontní míra,

T = jednotlivé roky prognózy, $t = \{1,2,3,4\}$

Pro přehlednost výpočet shrnuje následující tabulka.

	2009	2010	2011	2012
EVA	-366	1 189	1 226	1 782
Odúročitel pro diskontní míru 9,30%	0,9149	0,8371	0,7659	0,7007
Diskontovaná EVA	-335	995	939	1 248

Současná hodnota 1.fáze	2 848	tis. Kč
-------------------------	-------	---------

Tabulka 56, Současná hodnota první fáze metodou EVA - optimistická varianta

Současná hodnota první fáze vypočtená součtem diskontovaných ekonomických přidaných hodnot (v optimistické variantě) činí 2848 tis. Kč.

6.3.2 Současná hodnota druhé fáze ocenění

Pro druhou fázi u metody EVA platí stejné předpoklady (tempo růstu a míra investic do provozně nutného majetku) jako při použití výše uvedené metody DCF entity.

Pokračující hodnota	
Tempo růstu	6,58%
Míra investic do DM a PK	44,33%
EVA 2013	1 881
	tis. Kč

Tabulka 57, Pokračující hodnota pro metodu EVA - optimistická varianta

Pokračující hodnota byla stanovena Gordonovým vzorcem a to následovně.

$$PH = \frac{EVA_{2013}}{i_k - g} = \frac{1881}{\frac{9,3 - 6,58}{100}} = 69226 \text{ tis. Kč}$$

Diskontováním této hodnoty získáme současnou hodnotu druhé fáze.

$$H_2 = 69226 \cdot \frac{1}{(1 + \frac{9,3}{100})^4} = 48506 \text{ tis. Kč}$$

Součtem první a druhé fáze získáme tržní přidanou hodnotu, která činí 51354 tis. Kč.

6.3.3 Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou ekonomické přidané hodnoty – optimistická varianta

Přičtením hodnoty NOA resp. provozně nutného majetku kapitálu k datu ocenění získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Viz následující tabulka.

Současná hodnota 1. fáze	2 848	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	48 506	tis. Kč
MVA	51 354	tis. Kč
NOA k datu ocenění	23 133	tis. Kč
Provozní hodna brutto	74 487	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0	tis. Kč
Provozní hodna netto	74 487	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 177	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	76 664	tis. Kč

Tabulka 58, Výsledná hodnota VK metodou EVA - optimistická varianta

Hodnota vlastního kapitálu společnosti Mont Karviná, a.s. činí podle metody ekonomické přidané hodnoty (v optimistické variantě) **76664** tis. Kč ke dni 31.3.2008.

6.4 Metoda DCF entity – pesimistická varianta

Jak již bylo zmíněno výše, společnost dosáhla v posledním roce extrémního nárůstu tržeb (o 46,8%). Optimistická varianta plánu tento růst respektuje, pesimistická jej vypouští. Proto první rok pesimistické prognózy tržeb počítá se značným propadem oproti minulému roku (z dosažené extrémní hodnoty tržeb).

Změny v plánovaných tržbách s sebou nutně přinášejí změny v ostatních plánovaných položkách a v neposlední řadě v plánovaném volném peněžním toku.

6.4.1 Výpočet volného peněžního toku do firmy (FCFF)

Volné cash flow pro první fázi				
	2009	2010	2011	2012
KPVH	1 101	2 905	3 019	3 776
Upravená daň	231	581	574	717
KPVH po dani	869	2 324	2 445	3 058
Odpisy	1 796	1 962	2 175	1 766
Úpravy o nepeněžní operace	0	0	0	0
Investice do provozně nutného DM	-377	-3 740	-3 564	-3 245
Investice do provozně nutného PK	1 677	-1 469	-1 080	-1 169
FCFF	3 966	-923	-24	410

Tabulka 59, Volný peněžní tok pro první fázi ocenění - pesimistická varianta

Pesimistická varianta počítá v prvním roce prognózy s kladnou hodnotu volného peněžního toku. Tento jev je způsoben propadem tržeb (oproti extrémní hodnotě minulého roku) a s ním spojeným nižším nárokem na investice do provozně nutného majetku.

6.4.2 Současná hodnota první fáze ocenění

Je určena stejným vztahem jako u pesimistické varianty, pro připomenutí:

$$H_1 = \sum_{t=1}^4 \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Pro přehlednost výpočet shrnuje následující tabulka.

	2009	2010	2011	2012
FCFF	3 966	-923	-24	410
Odúročitel pro diskontní míru 9,30%	0,9149	0,8371	0,7659	0,7007
Diskontované FCFF k 31.3.2009	3 628	-772	-18	287

Současná hodnota 1.fáze	3 125 tis. Kč
-------------------------	---------------

Tabulka 60, Současná hodnota první fáze metodou DCF – pesimistická varianta

Celková hodnota první fáze ocenění metodou DCF entity pro pesimistickou variantu vyjádřena součtem diskontovaných volných peněžních toku činí 3125 tis. Kč.

Propad tržeb si vyžádal mnohem nižší investice a hodnota první fáze vychází oproti optimistické variantě kladně.

6.4.3 Současná hodnota druhé fáze ocenění

Pro druhou fázi předpokládám míru růstu tržeb po roce 2012 na úrovni 6,58%, tj. stejně jako u optimistické varianty. Východiska pokračující hodnoty jsou shrnuty v tabulce.

Pokračující hodnota	
Tempo růstu	6,58%
Míra investic do DM a PK	53,22%
Rentabilita investic netto	12,37%
FCFF 2013	1 525 tis. Kč
KPVH 2013	3 260 tis. Kč

Tabulka 61, Východiska pro pokračující hodnotu – pesimistická varianta

K výpočtu pokračující hodnoty byly použit Gordonův vzorec a parametrický vzorec, při správné aplikaci tyto vzorce poskytují stejné výsledky.

3. Gordonův vzorec

$$PH = \frac{FCFF_{2013}}{i_k - g} = \frac{1525}{\frac{9,3 - 6,58}{100}} = 56100 \text{ tis. Kč}$$

4. Parametrický vzorec

$$PH = \frac{KPVH_{2013} \cdot (1 - \frac{g}{r_1})}{i_k - g} = \frac{3260 \cdot (1 - \frac{6,58}{14,85})}{(9,3 - 6,58)} \cdot \frac{100}{100} = 56100 \text{ tis. Kč}$$

Diskontováním této hodnoty získáme současnou hodnotu druhé fáze a to následovně:

$$H_2 = 56100 \cdot \frac{1}{(1 + \frac{9,3}{100})^4} = 39309 \text{ tis. Kč}$$

6.4.4 Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou DCF entity

Součtem současné hodnoty první a druhé fáze získáme provozní hodnotu podniku brutto, odečtením úročeného cizího kapitálu získáme provozní hodnotu netto, která společně s hodnotou neprovozního majetku (dlouhodobý finanční majetek + pronajímaná budova) k datu ocenění tvoří výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Shrnuto v následující tabulce.

Současná hodnota 1. fáze	3 125	tis. Kč
Současná hodnota 2. fáze	39 309	tis. Kč
Provozní hodnota brutto	42 434	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0	tis. Kč
Provozní hodnota netto	42 434	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 177	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle DCF	44 611	tis. Kč

Tabulka 62, Výsledná hodnota VK metodou DCF entity - pesimistická varianta

Hodnota vlastního kapitálu společnosti Mont Karviná, a.s. činí podle metody DCF entity (v optimistické variantě) 44611 tis. Kč ke dni 31.3.2008.

Rozdíl v ocenění mezi optimistickou a pesimistickou variantou metodou DCF entity 24691 tis. Kč.

6.5 Metoda ekonomické přidané hodnoty - pesimistická varianta

6.5.1 Současná hodnota první fáze ocenění

Současná hodnota první fáze (2009-2012) pesimistické varianty ocenění je pro připomenutí dána vztahem:

$$H_1 = \sum_{t=1}^4 \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

Pro přehlednost výpočet shrnuje následující tabulka.

	2009	2010	2011	2012
EVA	-1 271	334	260	745
Odúročitel pro diskontní míru 9,30%	0,9149	0,8371	0,7659	0,7007
Diskontovaná EVA	-1 163	279	199	522

Současná hodnota 1.fáze	-162 tis. Kč
-------------------------	--------------

Tabulka 63, Současná hodnota první fáze metodou EVA - pesimistická varianta

Současná hodnota první fáze vypočtená součtem diskontovaných ekonomických přidaných hodnot (v pesimistické variantě) činí **-162 tis. Kč**.

6.5.2 Současná hodnota druhé fáze ocenění

Pro druhou fázi u metody EVA platí stejné předpoklady (tempo růstu a míra investic do provozně nutného majetku) jako při použití výše uvedené metody DCF entity.

Pokračující hodnota	
Tempo růstu	6,58%
Míra investic do DM a PK	44,33%
EVA 2013	808 tis. Kč

Tabulka 64, Pokračující hodnota pro metodu EVA - pesimistická varianta

Pokračující hodnota byla stanovena Gordonovým vzorcem a to následovně.

$$PH = \frac{EVA_{2013}}{i_k - g} = \frac{808}{9,3 - 6,58} = 29740 \text{ tis. Kč}$$

Diskontováním této hodnoty získáme současnou hodnou druhé fáze.

$$H_2 = 2083829740 \cdot \frac{1}{(1 + \frac{9,3}{100})^4} = 20838 \text{ tis. Kč}$$

Součtem první a druhé fáze získáme tržní přidanou hodnotu, která činí **20676** tis. Kč.

6.5.3 Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou ekonomické přidané hodnoty – pesimistická varianta

Přičtením hodnoty NOA resp. provozně nutného majetku kapitálu k datu ocenění získáme výslednou hodnotu vlastního kapitálu. Viz následující tabulka.

Současná hodnota 1.fáze	-162	tis. Kč
Současná hodnota 2.fáze	20 838	tis. Kč
MVA	20 676	tis. Kč
NOA k datu ocenění	23 133	tis. Kč
Provozní hodna brutto	43 809	tis. Kč
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	0	tis. Kč
Provozní hodna netto	43 809	tis. Kč
Neprovozní majetek k datu ocenění	2 177	tis. Kč
Výsledná hodnota vlastního kapitálu podle EVA	45 986	tis. Kč

Tabulka 65, Výsledná hodnota VK metodou EVA - optimistická varianta

Hodnota vlastního kapitálu společnosti Mont Karviná, a.s. činí podle metody ekonomické přidané hodnoty (v pesimistické variantě) **45986** tis. Kč ke dni **31.3.2008**.

Rozdíl v ocenění mezi optimistickou a pesimistickou variantou metodou ekonomické přidané hodnoty činí **30678** tis. Kč.

Protože cílem ocenění je stanovit jednu jedinou hodnotu podniku, je potřeba spojit optimistickou a pesimistickou hodnotu ocenění v jednu. K tomu nám poslouží metoda střední hodnoty (Schmalenbachova metoda).

Hodnota vlastního kapitálu společnosti činí pak podle metody DCF

$$H_{VK} = \frac{69301 + 44611}{2} = 56956 \text{ tis. Kč.}$$

Hodnota vlastního kapitálu společnosti podle metody ekonomické přidané hodnoty

$$H_{VK} = \frac{76664 + 45986}{2} = 61325 \text{ tis. Kč.}$$

6.6 Současná hodnota daňové úspory

Zmíněné ocenění respektuje platnou sazbu daně z příjmu právnických osob, ale neuvažuje vliv slev na dani. Jestliže se jedná o pravidelnou položku, měla by být do finančního plánu resp. ocenění zahrnuta.

Mont Karviná, a.s. jakožto společnost zaměstnávající více než 25 zaměstnanců má povinnost podle §81 zákona č. 435/2004 Sb., o zaměstnanosti zaměstnávat 4% osob se zdravotním postižením ze svého celkové počtu zaměstnanců.

Společnost zaměstnává průměrně 4 zaměstnance se zdravotním postižením a každoročně na každého z nich uplatňuje slevu na dani ve výši 18 tis. Kč, podle §35 odst. 1 písm. a) zákona č.586/1992 Sb. zákona o daních z příjmu.

Tato úspora na daních představuje dodatečné volné peněžní toky, které lze z podniku odčerpat, aniž by byl narušen jeho chod. A tedy zvyšuje ocenění podniku. Avšak je nutno počítat s nulovou hodnotou růstu této hodnoty.

Tento vliv na ocenění lze zvlášť kvantifikovat, a to následovně.

Současná hodnota daňové úspory (§35 odst. 1. písm. a)					
	2009	2010	2011	2012	2013
Počet zaměstnanců na které je uplatňována sleva na dani	4	4	4	4	4
Částka slevy na dani podle § 35 odst. 1. písm. A na 1 zam.	18	18	18	18	18
Celková sleva na dani	72	72	72	72	72
Odúročitel pro diskontní míru 9,30%	0,9149	0,8371	0,7659	0,7007	0,6411
Současná hodnota daňové úspory	66	60	55	50	46

Pokračující hodnota daň. úspory	
Tempo růstu	0,00%
WACC	9,30%
Gordonův vzorec	496 tis. Kč
Současná hodnota 1.fáze	278 tis. Kč
Současná hodnota 2.fáze	348 tis. Kč
Celkový příspěvek k hodnotě VK	626 tis. Kč

Tabulka 66, Současná hodnota daňové úspory

Pozn.: Pro možnost uplatnění této slevy musí být splněna podmínka, že sleva na dani je větší nebo rovna dani, což je splněno ve všech letech plánu i v obou variantách.

Provedené ocenění podniku pomocí je možno, při zahrnutí částky slev na dani, zvýšit o 626 tis. Kč.

7 Závěr

Cílem mé diplomové práce bylo stanovit ocenění podniku, které by věrně odráželo tržní hodnotu vlastní kapitálu společnost Mont Karviná, a.s. Pro ocenění byla využita metoda diskontovaných peněžních toků ve variantě pro vlastníky a věřitele (entity) a metoda ekonomické přidané hodnoty.

Před samostatným oceněním podniku bylo nutné provést strategickou a finanční analýzu. Ze strategické analýzy vyplynulo, že se pohybuje na stabilním trhu a nemá ve svém regionu významného konkurenta, který by ohrožoval její budoucí vývoj a má vnitřní potenciál. Následná finanční analýza odhalila mírné nedostatky, které však neohrožují finanční zdraví a lze přijmout předpoklad neomezeného trvání podniku se který je implicitně pracují výnosové metody. Společnost vykazuje nižší hodnoty rentability oproti odvětví, nízké hodnoty likvidity a nízkou zadluženost. Financování probíhá především z vlastních zdrojů, pouze pro překlenutí krátkodobých výpadků v likviditě je používán krátkodobý revolvingový úvěr.

Pro účely ocenění výnosovými metodami byl sestaven dlouhodobý finanční plán na období 2009-2012. Plán respektoval rozdělení majetku na provozně potřebný a provozně nepotřebný a dále rozdělil výnosy a náklady plynoucí z majetku provozně potřebného a nepotřebného.

Vzhledem k vyjímečnému nárůstu tržeb v roce 2008, bylo rozhodnuto sestavit tento plán ve dvou variantách a to optimistické a pesimistické. Optimistická varianta tento nárůst respektuje a navazuje na něj, pesimistická varianta tento nárůst vypouští. Z těchto plánů byly odvozeny peněžní toky pro vlastníky a věřitele, které byly použity pro výpočet hodnoty podniku metodou DCF entity.

Rozčlenění majetku na provozně potřebný a nepotřebný a stejné rozčlenění výsledku hospodaření umožnilo použití metody ekonomické přidané hodnoty, která toto členění vyžaduje.

Hodnota společnosti Mont Karviná, a.s. k 31.3.2008, zjištěná pomocí metody DCF při optimistické variantě plánu činí 69301 tis. Kč, při pesimistické variantě plánu 44611 tis. Kč. Při použití metody ekonomické přidané hodnoty vychází optimistické variantě plánu 76664 tis. Kč a při pesimistické variantě plánu 45986 tis. Kč.

Teoreticky by hodnota stanovena metodou diskontovaných peněžních toků a metodou ekonomické přidané hodnoty měla dávat stejné výsledky, v praxi tomu však často je

jinak. Možným vysvětlením může být, že metoda ekonomické přidané hodnoty pracuje s hodnotou čistých operačních aktiv (NOA) resp. provozně nutného majetku k datu ocenění, metoda diskontovaných peněžních toků pracuje s investicemi do provozně nutného majetku tedy uvažuje jeho rostoucí hodnotu.

Protože cílem ocenění je ocenit podnik jedinou hodnotu. Je potřeba optimistickou a pesimistickou hodnotu spojit do jedné. A to použitím Schmalenbachovy metody.

Výsledná hodnota vlastního kapitálu metodou diskontovaných peněžních toku pak činí 56956 tis. Kč a metodou ekonomické přidané hodnoty 61325 tis. Kč.

Provedené ocenění podniku pomocí je možno, při zahrnutí částky slev na dani, zvýšit o 626 tis. Kč.

8 Seznam použité literatury

Knihy

- 1) GERŠLOVÁ, Jana. Vádemékum vědecké a odborné práce. [s.l.] : [s.n.], 2009. 148 s. ISBN 978-80-7431-002-7.
- 2) GRÜNWALD, Rolf; HOLEČKOVÁ, Jaroslava. *Finanční analýza a plánování podniku*. [s.l.] : [s.n.], 2009. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- 3) KISLINGEROVÁ, Eva, HNILICA, Jiří. *Finanční analýza : krok za krokem*. Praha : C.H.Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- 4) KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a doplněné vydání. [s.l.] : C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- 5) MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku : Proces ocenění základní metody a postupy*. 2. upr. vyd. Praha : Ekopress, s.r.o., 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- 6) REŽŇÁKOVÁ, Mária. *Finanční management : 2. díl*. [s.l.] : [s.n.], 2005. 119 s. ISBN 80-214-3036-2.
- 7) RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza : metody, ukazatele, využití v praxi*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2007. 120 s. ISBN 978-80-247-1386-1.
- 8) SEDLÁČKOVÁ, Helena; BUCHTA, Karel. *Strategická analýza*. 2. přepracované a rozšířené vydání. [s.l.] : C.H.Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- 9) SYNEK, Miloslav. *Podniková ekonomika*. 3. přeprac. vyd. Praha : C.H.Beck, 2002. 479 s. ISBN 80-7179-736-7.

Zákony a vyhlášky

- 10) Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník
- 11) Zákon č. 435/2004 Sb., o zaměstnanosti

Elektronické zdroje

- 12) *Bondsonlinequotes.com* [online]. 2010 [cit. 2010-04-03]. Stock and Bonds Quotes and Data from BondsOnline. Dostupné z WWW: <http://www.bondsonline.com/Search_Quote_Center/Corporate_Agency_Bonds/Spreads/>.

- 13) *Česká národní banka* [online]. 2010 [cit. 2010-03-26]. Středně- a dlouhodobé dluhopisy. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/sd/.
- 14) *Český statistický úřad*. [online]. 2009, 15.7.2009 [cit. 2009-10-13]. Vybrané finanční ukazatele v průmyslu za rok 2008 Dostupný z WWW: <http://www.czso.cz/csu/2009edicniplan.nsf/p/8003-09>.
- 15) *Damodaran Online* [online]. 2010 [cit. 2010-03-16]. Home Page for Aswath Damodaran. Dostupné z WWW: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- 16) *Euroekonom.cz*. [online]. 2010 [cit. 2010-03-24]. Sazba daně z příjmu právnických osob. Dostupné z WWW: <http://www.euroekonom.cz/grafy-data.php?type=cesko-dpo-rok>.
- 17) *Finance.cz* [online]. 2010 [cit. 2010-04-03]. Rating ČR - Moody's. Dostupné z WWW: <http://www.finance.cz/ekonomika/rating/>.
- 18) *Ministerstvo finanční České republiky* [online]. 2009 [cit. 2009-10-12]. Makroekonomická predikce České republiky. Dostupný z WWW: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre.html.
- 19) *Seattle.gov - Finance department* [online]. 2009 [cit. 2009-12-18]. Inflation - consumer price index foracast. Dostupné z WWW: <http://www.cityofseattle.net/financedepartment/cpi/forecast.htm>.
- 20) *U.S. Department of treasury* [online]. 2009 [cit. 2009-12-18]. Daily Treasury Yield Curve Rate. Dostupné z WWW: <http://www.ustreas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/yield.shtml>.

Firemní materiály

- 21) Výroční zprávy společnosti z let 2004 – 2008 včetně povinných účetních výkazů

Ostatní zdroje

- 22) International Valuation Standarts 2005
- 23) IDW Standard

9 Seznam zkratek a symbolů

AKT – aktiva
CF – cash flow (peněžní tok)
CK – cizí kapitál
CZ – cizí zdroje
ČR – Česká republika
ČSÚ – Český statistický úřad
ČZ – čistý zisk (zisk po zdanění)
DCF – diskontované peněžní toky
DPH – daň z přidané hodnoty
EAT – čistý zisk
EBT – zisk před zdaněním
EBIT – zisk před zdaněním a úroky
EBDIT – zisk před odpisy, úroky a zdaněním
EVA – ekonomická přidaná hodnota
FCFF – peněžní toky do firmy, peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FM – krátkodobý finanční majetek
HV – hospodářský výsledek
KPVH – korigovaný provozní výsledek hospodaření
MFČR – Ministerstvo financí České republiky
NOA – čistá operační aktiva
NOPAT – net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku po dani
OA – oběžná aktiva
ROA – ukazatel rentability celkových vložených aktiv
ROE – ukazatel rentability vlastního kapitálu
ROCE – ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů
ROI – ukazatel rentability vloženého kapitálu
SWOT – analýza silných, slabých stránek, příležitostí a hrozeb
t – koeficient daně z příjmu právnických osob
T - tržby
VK – vlastní kapitál
WC – pracovní kapitál

10 Seznam příloh

Příloha 1, Seznam schémat	114
Příloha 2, Seznam tabulek	115
Příloha 3, Seznam grafů.....	117
Příloha 4, Rozvaha – aktiva za období 2004 – 2008	118
Příloha 5, Rozvaha – pasiva za období 2004 – 2008	120
Příloha 6, Výkaz zisku a ztráty za 2004-2008	121
Příloha 7, Výkaz cash flow 2004 - 2008.....	123
Příloha 8, Předmět podnikání společnosti Mont Karviná a.s.....	124
Příloha 9, Predikční test	125
Příloha 10, Závislost tržeb na HDP	125
Příloha 11, Strategické podnikatelské jednotky společnosti Mont Karviná a.s.....	126
Příloha 12, Hodnocení rizik k stavebnicovému modelu	127
Příloha 13, Náklady vlastního kapitálu - stavebnicová metoda.....	132
Příloha 14, Seznam nejlikvidnějších emisí státních dluhopisů.....	133
Příloha 15, Rozdělení majetku.....	134
Příloha 17, Doby obratu provozně nutného kapitálu	136
Příloha 18, Dlouhodobý majetek a nutné investice	137
Příloha 19, Poklady pro výpočet FCFF - optimistická varianta	139
Příloha 20, Poklady pro výpočet FCFF - pesimistická varianta	140
Příloha 21, Rozdíl v inflaci mezi USA a ČR	140
Příloha 22, Vyhodnocení jednotlivých faktorů rizik k 31.3.2009	141
Příloha 24, Ukazatele rentability	143
Příloha 25, Ukazatele likvidity	143
Příloha 26, Ukazatele zadluženosti	144
Příloha 27, Ukazatele úrokového krytí	144
Příloha 28, Vývoj závazků a pohledávek.....	145
Příloha 29, Ukazatele produktivity práce	145
Příloha 30, Ukazatele aktivity.....	146
Příloha 31, Ukazatele doby obrátů.....	146
Příloha 32, Ukazatele čistého pracovního kapitálu.....	147
Příloha 33, Spread mezi dluhopisy s ratingem A1, zdroj: Bondsonlinequotes.com.....	147

Příloha 1, Seznam schémat

Schéma 1, Vztah objektivizované hodnoty a subjektivního ocenění.....	16
Schéma 2, Odvození prognózy tržeb – Prof. Mařík	20
Schéma 3, Strategická analýza - Doc. Sedláčková	21
Schéma 4, Rozbor poměrových ukazatelů.....	23
Schéma 5, Generátory hodnoty.....	28
Schéma 6, Sestavení finančního plánu	33
Schéma 7, Postup výpočtu hodnoty metodou DCF entity	38
Schéma 8, Dvoufázová metoda	39
Schéma 9, Přehled metod pro odhad nákladů vlastního kapitálu	43
Schéma 10, Přímka cenných papírů.....	44
Schéma 11, Vztah mezi NOA, EVA a MVA	46
Schéma 12, Organizační struktura společnosti Mont	52
Schéma 13, Porterův pětifaktorový model	62

Příloha 2, Seznam tabulek

Tabulka 1, Ukazatele likvidity	23
Tabulka 2, Ukazatele dlouhodobé finanční rovnováhy	24
Tabulka 3, Ukazatele výnosnosti	24
Tabulka 4, Ukazatele aktivity	24
Tabulka 5, Volný peněžní tok	36
Tabulka 6, Vývoj HDP, zdroj: MFČR	53
Tabulka 7, Úrokové sazby, zdroj: MFČR	54
Tabulka 8, Vývoj inflace, zdroj: MFČR	55
Tabulka 9, Ceny ropy, zdroj: MFČR	56
Tabulka 10, Směnné kurzy, zdroj: MFČR	56
Tabulka 11, Dovoz, vývoz zboží a služeb, zdroj: MFČR	57
Tabulka 12, Tržby odvětví OKEČ 29 za období 2002 – 2008, zdroj: ČSÚ	59
Tabulka 13, Vývoj cen, zdroj: MFČR	60
Tabulka 14, Účetní přidaná hodnota odvětví, zdroj: ČSÚ	60
Tabulka 15, Počet pracovníků v odvětvím, zdroj: ČSÚ	60
Tabulka 16, Produktivita práce z účetní přidané hodnoty, zdroj: ČSÚ	61
Tabulka 17, Přidaná hodnota a netto hodnota aktiv konkurence, zdroj: Obchodní rejstřík	62
Tabulka 18, Nejvýznamnější zákazníci	63
Tabulka 19, Vnitřní potenciál podniku	64
Tabulka 20, Historický vývoj trhu a tržeb společnosti Mont, zdroj: MFČR, ČSÚ, Mont Karviná a.s.	65
Tabulka 21, Prognóza vývoje trhu a tržeb společnosti Mont – optimistická 1	65
Tabulka 22, Prognóza vývoje trhu a tržeb společnosti Mont – pesimistická 1	66
Tabulka 23, Prognóza vývoje trhu a tržeb společnosti Mont – optimistická 2	67
Tabulka 24, Prognóza vývoje trhu a tržeb společnosti Mont – pesimistická 2	67
Tabulka 25, Horizontální analýza aktiv	69
Tabulka 26, Vertikální analýza aktiv	69
Tabulka 27, Horizontální analýza pasiv	70
Tabulka 28, Vertikální analýza pasiv	70
Tabulka 29, Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty	71
Tabulka 30, Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty	71
Tabulka 31, Ukazatele rentability	72
Tabulka 32, Ukazatele likvidity	72
Tabulka 33, Počtu obrátů	73
Tabulka 34, Ukazatele zadluženost	74
Tabulka 35, Altmanův index finančního zdraví	75
Tabulka 36, Index IN99	75
Tabulka 37, Index IN01	76
Tabulka 38, SWOT analýza	80
Tabulka 39, Plán výkazu zisku a ztrát - optimistická varianta	82
Tabulka 40, Plánovaná rozvaha - aktiva - optimistická varianta	83
Tabulka 41, Plánovaná rozvaha - pasiva - optimistická varianta	84
Tabulka 42, Plán investic do provozně nutného kapitálu	85
Tabulka 43, Finanční analýza plánu - optimistická varianta	87

Tabulka 44, Plán výkazu zisku a ztrát - pesimistická varianta	88
Tabulka 45, Plánovaná rozvaha – aktiva – pesimistická varianta	89
Tabulka 46, Plánovaná rozvaha – pasiva – pesimistická varianta	90
Tabulka 47, Plán investic do provozně nutného majetku - pesimistická varianta	91
Tabulka 48, Finanční analýza plánu - pesimistická varianta	92
Tabulka 49, Volné CF pro první fázi	96
Tabulka 50, Náklady vlastního kapitálu metodou CAPM	95
Tabulka 51, Průměrné vážené náklady kapitálu	96
Tabulka 52, Současná hodnota první fáze	97
Tabulka 53, Východiska pro pokračující hodnotu – optimistická varianta	98
Tabulka 54, Výsledná hodnota VK podlce DCF – optimistická varianta	99
Tabulka 55, EVA pro první fázi - optimistická varianta	100
Tabulka 56, Současná hodnota první fáze metodou EVA - optimistická varianta	101
Tabulka 57, Pokračující hodnota pro metodu EVA - optimistická varianta	101
Tabulka 58, Výsledná hodnota VK metodou EVA - optimistická varianta	102
Tabulka 59, Volný peněžní tok pro první fázi ocenění - pesmistická varianta	102
Tabulka 60, Současná hodnota první fáze metodou DCF – pesimistická varianta	103
Tabulka 61, Východiska pro pokračující hodnotu – pesimistická varianta	103
Tabulka 62, Výsledná hodnota VK metodou DCF entity - pesimistická varianta	104
Tabulka 63, Současná hodnota první fáze metodou EVA - pesimistická varianta	105
Tabulka 64, Pokračující hodnota pro metodu EVA - pesimistická varianta	105
Tabulka 65, Výsledná hodnota VK metodou EVA - optimistická varianta	106
Tabulka 66, Současná hodnota daňové úspory	107
Tabulka 67, Analýza provozně nutného investovaného kapitálu	138

Příloha 3, Seznam grafů

Graf 1, Vývoz a dovoz ve stálých cenách, zdroj: MFČR	57
Graf 2, HDP ve stálých cenách, zdroj: MFČR	58
Graf 3, Historie tržeb + prognóza (s 3, 02% tempem).....	66
Graf 4, Historie tržeb + prognóza (s 6,58% tempem).....	67
Graf 5, Horizontální analýza CF	77
Graf 6, Čistý pracovní kapitál.....	77
Graf 7, Hospodářské výsledky 2004-2008	78

Příloha 4, Rozvaha – aktiva za období 2004 – 2008

Rozvaha v plném rozsahu		2008	2007	2006	2005	2004
Aktiva k 31.3. (tis. Kč)		Netto	Netto	Netto	Netto	Netto
	AKTIVA CELKEM	48 063	45 800	25 367	24 849	27 493
A.	POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL	0	0	0	0	0
B.	DLOUHODOBÝ MAJETEK	10 721	10 381	8 002	8 554	8 220
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	199	223	0	53	83
1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	0	0	0	0	0
3.	Software	139	223	0	53	83
4.	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
5.	Goodwill	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouh. nehmotný majetek	60	0	0	0	0
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	9 048	8 683	6 594	7 192	7 538
1.	Pozemky	52	52	52	52	52
2.	Stavby	723	851	851	851	841
3.	Samostatné movité věci a soubory mov. věcí	4 589	3 797	1 242	1 647	2 197
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
5.	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	3 683	3 983	4 449	4 642	4 447
7.	Nedokončený dlouh. hmotný majetek	0	0	0	0	0
8.	Poskytnuté zálohy na DHM	0	0	0	0	0
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	1 475	1 475	1 408	1 310	600
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	1 475	1 475	1 408	1 310	600
3.	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	0	0	0	0	0
4.	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
6.	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
C.	OBĚŽNÁ AKTIVA	33 979	31 269	13 697	14 240	18 703
C.I.	Zásoby	9 045	2 094	1 414	1 544	7 466
1.	Materiál	671	242	514	843	636
2.	Nedokončená výroba a polotovary	8 374	1 852	901	701	6 830
3.	Výrobky	0	0	0	0	0
4.	Zvířata	0	0	0	0	0
5.	Zboží	0	0	0	0	0
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	255	218	103	85	93
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
3.	Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
4.	Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
5.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
6.	Jiné pohledávky	255	218	103	85	133

C.III	Krátkodobé pohledávky	32 442	21 837	25 098	11 057	12095
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	32 442	21 837	25 098	11 057	12095
2.	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
3.	Pohledávky za úč. jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
4.	Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
6.	Stát - daňové pohledávky	0	0	0	0	0
7.	Ostatní poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
8.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
9.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
C.IV	Finanční majetek	1 979	2 842	3 859	1 122	516
1.	Peníze	232	122	340	314	133
2.	Účty v bankách	147	2 720	3 519	808	383
3.	Krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
4.	Pořizovaný krátkodobý majetek	0	0	0	0	0
D.	OSTATNÍ AKTIVA - přechodné účty aktiv	2 613	3 362	4 150	3 669	2056
D.I.	Časové rozlišení	2 613	3 362	4 150	3 669	2056
1.	Náklady příštích období	2 613	3 362	4 150	3 669	2056
2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
3.	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0

Příloha 5, Rozvaha – pasiva za období 2004 – 2008

	PASIVA	2008	2007	2006	2005	2004
	PASIVA CELKEM	48 063	45 800	25 367	24 849	27 493
A.	VLASTNÍ KAPITÁL	19 058	17 397	13 387	12 647	12 821
A.I.	Základní kapitál	4 700	4 700	4 700	4 700	4 700
1.	Základní kapitál	4 700	4 700	4 700	4 700	4 700
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0
3.	Změny vlastního kapitálu	0	0	0	0	0
A.II.	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
1.	Emisní ážio	0	0	0	0	0
2.	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
A.III.	Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku	1 106	1 174	1 134	1 142	1 088
1.	Zákonný rezervní fond	941	941	941	941	941
2.	Statutární a ostatní fondy	165	233	193	201	147
A.IV.	Hospodářský výsledek minulých let	11 210	7 511	6 804	6 673	6 670
1.	Nerozdělený zisk minulých let	11 210	7 511	6 804	6 673	6 670
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	2 042	4 012	749	132	363
B.	CIZÍ ZDROJE	28 990	28 403	11 980	12 203	14 163
B.I.	Rezervy	2 052	2 052	2 052	2 958	2 958
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	0	0	0	0	0
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
3.	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
4.	Ostatní rezervy	2 052	2 052	2 052	2 958	2 958
B.II.	Dlouhodobé závazky	2 434	2 976	2 664	974	173
1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
2.	Závazky k ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
5.	Přijaté zálohy	0	0	0	0	0
6.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
7.	Směnky k úhradě	0	0	0	0	0
8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0
9.	Jiné závazky	2 434	2 976	2 664	974	173
10.	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0
B.III.	Krátkodobé závazky	24 504	22 475	7 263	8 272	4 076
1.	Závazky z obchodních vztahů	19 115	17 917	4 622	4 499	1 971
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení	8	0	0	0	17
5.	Závazky k zaměstnancům	2 284	383	373	483	625
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 413	760	511	444	560
7.	Stát - daňové závazky a dotace	1 282	1 762	760	559	232
8.	Přijaté zálohy	0	0	0	0	0
9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	370	551	0	1 354	0
11.	Jiné závazky	33	1 102	998	932	764
B.IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	9	900	0	0	0
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	9	0	0	0	0
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	900	0	0	0
C.	OSTATNÍ PASIVA - přechodné účty pasiv	15	0	0	0	510
C.I.	Časové rozlišení	15	0	0	0	510
1.	Výdaje příštích období	15	0	0	0	510
2.	Výnosy příštích období	0	0	0	0	

Příloha 6, Výkaz zisku a ztráty za 2004-2008

Položka		č.ř.	2008	2007	2006	2005	2004
I.	Tržby za prodej zboží	01	0	0	169	0	0
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	0	0	0	0	0
+	OBCHODNÍ MARŽE	03	0	0	169	0	0
II.	Výkony	04	172 039	123 687	128 642	82 174	80 472
1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	179 729	117 164	127 725	81 911	86 295
2.	Změna stavu zásob vlastní výroby	06	-7 690	6 522	917	263	-6 103
3.	Aktivace	07	0	0	0	0	279
B.	Výkonová spotřeba	08	126 792	82 916	88 860	53 675	51 961
1.	Spotřeba materiálu a energie	09	42 359	31 156	29 645	26 093	23 192
2.	Služby	10	84 433	51 759	59 215	27 582	28 511
+	PŘIDANÁ HODNOTA	11	45 247	40 771	39 951	28 499	28 511
C.	Osobní náklady	12	38 816	36 097	31 102	25 955	26 978
1.	Mzdové náklady	13	28 678	26 513	23 335	19 408	20 390
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	14	42	47	102	60	0
3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	15	9 462	8 901	7 523	6 330	6 574
4.	Sociální náklady	16	634	637	142	158	13
D.	Daně a poplatky	17	98	107	275	81	80
E.	Odpisy dl. nehmot. a hmotného majetku	18	1 399	1 385	1 106	1 277	1 005
III.	Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	19	1 226	370	64	310	256
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	20	1 226	370	64	310	256
2.	Tržby z prodeje materiálu	21	0	0	0	0	0
F.	Zůstatková cena prod. dl. majetku a materiálu	22	1 412	381	76	284	158
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	23	1 412	0	0	0	0
2.	Prodaný materiál	24	0	381	76	284	158
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období	25	2 527	0	0	-906	140
IV.	Ostatní provozní výnosy	27	144	390	275	94	312
H.	Ostatní provozní náklady	28	248	70	628	33	7
V.	Převod provozních výnosů	29	0	0	0	0	0
I.	Převod provoz. nákladů	30	0	0	0	0	0
*	PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	30	2 117	3 490	7 103	2 179	709
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů a podílů	31	0	0	0	0	0
J.	Prodané cenné papíry a podíly	32	0	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dl. finančního majetku	33	0	0	0	0	0
1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách a v jednotkách pod podstatným vlivem	34	0	0	0	0	0
2.	Výnosy z ostatních dl. CP a podílů	36	0	0	0	0	0
3.	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	37	0	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	38	0	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	39	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění CP a derivátů	40	0	0	0	0	0
L.	Náklady z přecenění CP derivátů	41	0	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve finanční oblasti	42	0	-4	0	487	0
X.	Výnosové úroky	43	3	14	11	9	22
N.	Nákladové úroky	44	209	144	16	141	103
XI.	Ostatní finanční výnosy	45	142	18	2	1	22
O.	Ostatní finanční náklady	46	924	827	792	658	479
XII.	Převod finančních výnosů	47	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	48	0	0	0	0	0
*	FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	49	-988	-935	-795	-1 276	-558

Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	50	262	511	2 296	0	0
1.	splatná	51	262	511	2 296	0	0
2.	odložená	52	0	0	0	0	0
**	VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ ZA BĚŽNOU ČINNOST	53	867	2 044	4 012	903	152
XIII.	Mimořádné výnosy	54	-4	0	0	0	4
R.	Mimořádné náklady	55	4	2	0	153	25
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	56	0	0	0	0	0
1.	splatná	57	0	0	0	0	0
2.	odložená	58	0	0	0	0	0
*	MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ	59	-4	-2	0	-153	-20
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	60	0	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	61	863	2 042	4 012	749	132
	Výsledek hospodaření před zdaněním	62	1 125	2 553	6 308	749	132

Příloha 7, Výkaz cash flow 2004 - 2008

	Období	2008	2007	2006	2005	2004
P.	Stav peněžních prostředků na začátku účetního období	2 842	3 859	1 122	516	2 177
Z.	Účetní zisk (ztráta) z běžné činnosti před zdaněním	863	2625	6382	749	131
A.	Čistý pětěžní tok z provozní činnosti	1995	1631	5067	-747	-1245
A.1.	Úpravy o nepežní operace		2188	1662	903	-1162
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	1399	1385	1214	1277	1005
A.1.2.	Změna stavu opr. položek, rezerv a časového rozlišení	479	803	518	-348	-2079
A.1.3.	Zisk ztráta z prodeje stálých aktiv		0	-62	-26	-88
A.1.4.	Výnosy z dividend a podílů na zisku		0	-13	0	0
A.1.5.	Vyučtované nákladové úroky		0	5	0	0
A.2.	Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	1132	-3182	-1337	-2399	-214
A.2.1.	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	-10438	3168	-14156	-1060	3127
A.2.2.	Změna stavu krat. závazků z provozní činnosti	925	1501	13498	-1010	2761
A.2.3.	Změna stavu zásob	7634	-6951	-680	-329	-6102
A.2.1.	Snížení krátkodobých úverů a finančních výpomocí	0	900	0	0	0
A.3.	Výdaje z plateb úroků	0		-16	0	0
A.4.	Přijaté úroky	0	0	11	0	0
A.5.	Zaplacená daň z příjmu a doměrky na dani	0	0	-581	0	0
A.6.	Příjmy a výdaje spojené s mim. hosp. výsledkem	0	0	-1054	0	0
B.	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-2271	-1736	-3228	-579	-707
B.1.	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-2271	-1725	-3290	-673	-963
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	-11	62	94	256
C.	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	276	-923	898	1932	291
C.1.	Změna stavu dlouhodobých závazků	276	-542	900	1932	291
C.2.5	Příme platby na vrub fondu	0	0	2	0	0
F.	Čistý peněžní tok	-863	-1017	2 737	606	-1661
R.	Stav peněžních prostředků na konci účetního období	1979	2842	3859	1122	516

Příloha 8, Předmět podnikání společnosti Mont Karviná a.s.

Předmět podnikání společnosti Mont Karviná, a.s.	
1.	montáž a opravy měřicí a regulační techniky
2.	montáž, oprava, údržba vyhrazených elektrických zařízení a výroba rozvaděčů nízkého napětí
3.	projektová činnost ve výstavbě
4.	výroba, instalace a opravy elektronických zařízení
5.	opravy a montáže vyhrazených tlakových zařízení
6.	generální a běžné opravy, údržbářské práce energetických a ostatních točivých, dopravních a převodových zařízení ve výrobních a nevýrobních objektech, údržba tepelných zdrojů, rozvodných zařízení a předávacích stanic
7.	střední a drobná investiční činnost
8.	revize elektrických zařízení
9.	montáž a opravy vyhrazených plynových zařízení
10.	montáž, údržba a servis telekomunikačních zařízení
11.	a komunální infrastruktury

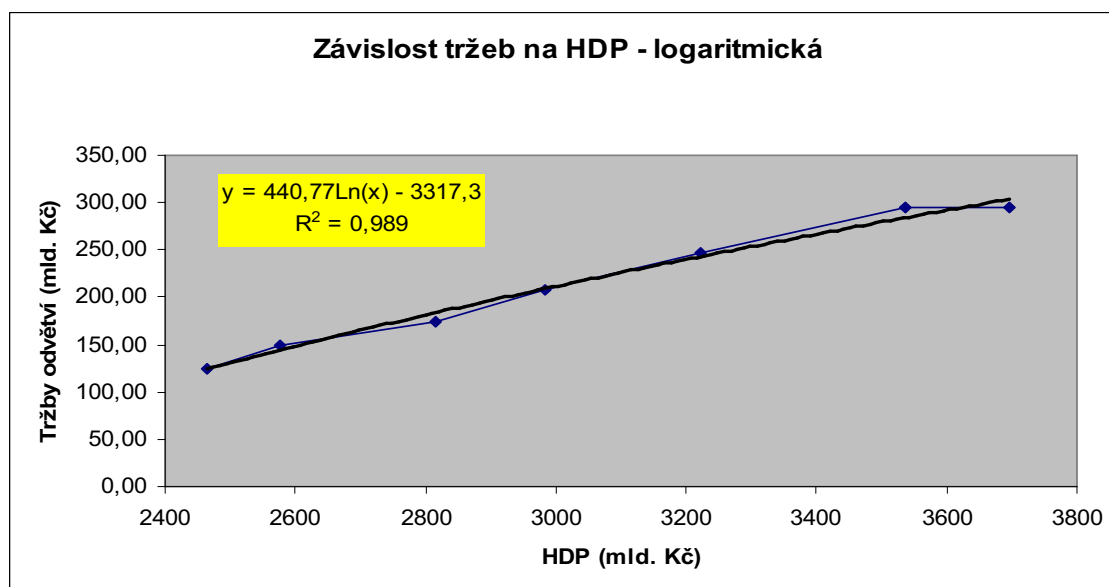
Predikční test

SKUTEČNOST		
	Y	X
rok	Trh ČR celkem	HDP nom. ČR celkem
2006	247,38	3222
2007	294,28	3535
2008	294,42	3696

		2006	2007	2008
X (HDP)		3222,00	3535,00	3696,00
Y(trh)	Skutečnost	247,38	294,28	294,42
	Lineární	250,70	283,91	300,99
	Logaritmický	250,48	284,55	300,91
	Polynomický	395,83	472,96	489,73

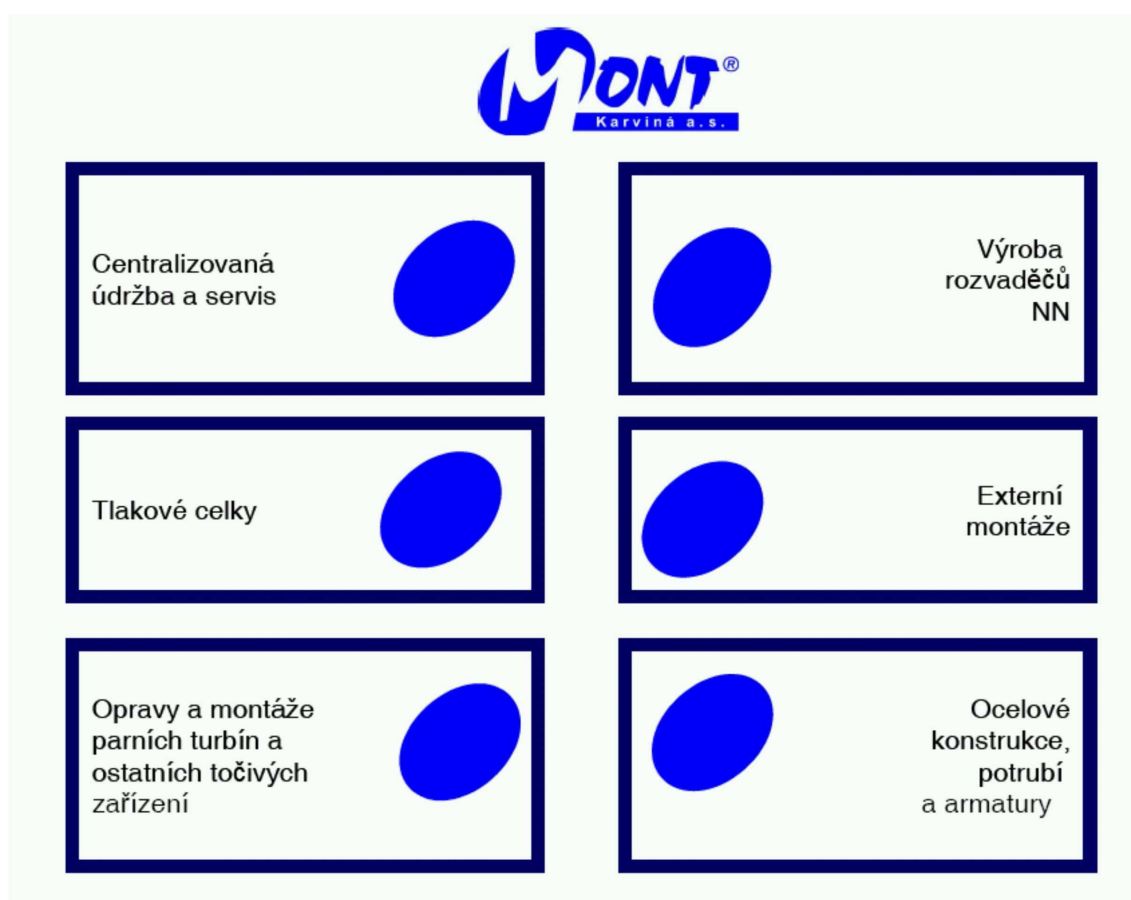
Odchylka		2006	2007	2008	Suma	Max
	Skutečnost	247,38	294,28	294,42		
	Lineární	1,341%	3,525%	2,231%	7,097%	3,525%
	Logaritmický	1,251%	3,307%	2,206%	6,765%	3,307%
	Polynomický	60,010%	60,716%	66,338%	187,063%	66,338%

Příloha 9, Predikční test



Příloha 10, Závislost tržeb na HDP

Strategické podnikatelské jednotky společnosti Mont Karviná a.s.



Příloha 11, Strategické podnikatelské jednotky společnosti Mont Karviná a.s.

Rizika oboru	
a) dynamika oboru	
1. stabilní obor, větší změny se nepředpokládají (tempo růstu na úrovni inflace)	mírné
2. dlouhodobě mírně rostoucí obor	přiměřené
3. obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj	zvýšené
4. velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy	vysoké
b) závislost oboru na hospodářském cyklu	
1. nezávislost na hospodářském cyklu	mírné
2. mírná závislost na hospodářském cyklu	přiměřené
3. značná závislost na hospodářském cyklu	zvýšené
4. typicky cyklická produkce	vysoké
c) potenciál inovací v oboru	
1. standardní obor s minimem technologických změn	mírné
2. standardní obor s mírnými technologickými změnami	přiměřené
3. obor se značným technologickým růstem, ale bez řadových inovací	zvýšené
4. obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi	vysoké
d) určování trendů v oboru	
1. podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru	mírné
2. podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru	přiměřené
3. podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru	zvýšené
4. podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru	vysoké

Rizika trhu	
a) kapacita trhu, možnost expanze	
1. domácí trh nenasyčen, dominantní podíl, minimální vývoz	mírné
2. domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnatelný s hlavními konkurenty, minimální vývoz	přiměřené
3. domácí trh nasycen	zvýšené
4. domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů	vysoké
b) rizika dosažení tržeb	
1. prokazatelná historie tržeb, progózovalatelný malý růst tržeb	mírné
2. prokazatelná historie tržeb, progózovalatelný nárůst tržeb	přiměřené
3. nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb	zvýšené
4. nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb	vysoké
c) rizika proniknutí na trhy, cílové trhy	
1. zavedené výrobky, rozhodující stávající trhy	mírné
2. zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy	přiměřené
3. nové výrobky, stávající trhy	zvýšené
4. nové výrobky, nové trhy	vysoké

Příloha 12, Hodnocení rizik k stavebnicovému modelu

Rizika z konkurence	
a) konkurence	
1. tržní mezera, konkurence nepůsobí	mírné
2. nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu	přiměřené
3. obtížný vstup na nový trh a působení mezi existující konkurenty	zvýšené
4. zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence	vysoké
b) konkurenceschopnost produktů (služeb)	
1. parametry a životnost - srovnatelné se spíčkovou konkurencí	mírné
2. parametry a životnost - srovnatelné s lepší konkurencí	přiměřené
3. parametry a životnost - srovnatelné s průměrnou konkurencí	zvýšené
4. parametry a životnost - nižší než průměrná konkurence	vysoké
c) ceny	
1. ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost poskytnutí slev	mírné
2. ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence	přiměřené
3. ceny srovnatelné s konkurencí, nízká marže zisku	zvýšené
4. ceny vyšší než u konkurence, minimální marže zisku	vysoké
d) kvalita, řízení kvality	
1. lepší než konkurence	mírné
2. srovnatelné s konkurencí	přiměřené
3. mírně nižší než konkurence	zvýšené
4. výrazně zaostává za konkurencí časté reklamace	vysoké
e) výzkum a vývoj	
1. vlastní vývoj, nové sofistikované produkty, předstih před konkurencí	mírné
2. vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících kon. produktů	přiměřené
3. kopírování konkurečních produktů	zvýšené
4. absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky	vysoké
f) reklama a propagece	
1. pravidelné náklady větší než v odvětví, účinnost vysoká	mírné
2. pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví, účinnost obvyklá	přiměřené
3. nepravidelně, sporný přínos	zvýšené
4. nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos	vysoké

Management	
a) vize, strategie	
1. jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení	mírné
2. změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti	přiměřené
3. strategie společnosti se postupně vytváří	zvýšené
4. neurčitá strategie, převažuje improvizace	vysoké
b) klíčové osobnosti	
1. zastupitelnost klíčových osobností	mírné
2. dostupná přiměřená náhrada	přiměřené
3. obtížná náhrada klíčových osobností	zvýšené
4. vysoká závislost na několika klíčových nepostradatelných osobnostech	vysoké
c) organizační struktura	
1. jednoduchá a předhledná struktura, komunikace bez potíží	mírné
2. jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže	přiměřené
3. složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení	zvýšené
4. komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura	vysoké

Výrobní proces	
a) struktura produktů	
1. zavedené produkty, opakované prodeje, minimální technické změny	mírné
2. vlastní produkty, časté modifikace	přiměřené
3. zakázková produkce, opakované stabilní požadavky, dle dodané dokumentace	zvýšené
4. nepravidelné zakázky, častá změna dokumentace od zákazníků	vysoké
b) technologické možnosti výroby	
1. postačující stavající zařízení, vyzkoušená technologie	mírné
2. vyzkoušená technologie, nutné rozšíření nebo rekonstrukce stavajícího zařízení	přiměřené
3. stavající produkty, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení	zvýšené
4. komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky	vysoké
c) pracovní síla	
1. běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci	mírné
2. dostupná profese, běžná učňovská, středoškolská, vysokoškolská kvalifikace	přiměřené
3. vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování kvalifikace	zvýšené
4. převaha vysoce specializovaných profesí	vysoké
d) dodavatelé	
1. stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží	mírné
2. stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy	přiměřené
3. částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky	zvýšené
4. značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami	vysoké

Specifické faktory	
a) podíl fixních aktiv	
1. podíl fixních aktiv na celkových aktivech je malý	mírné
2. podíl fixních aktiv na celkových aktivech je okolo průměru	přiměřené
3. podíl fixních aktiv na celkových aktivech je vysoký	zvýšené
4. podíl fixních aktiv na celkových aktivech je velmi vysoký	vysoké
b) postavení podniku vůči odběratelům	
1. velmi silné - větší počet malých odběratelů	mírné
2. silné - větší počet odběratelů, několik větších odběratelů s převažujícím podílem	přiměřené
3. slabší - rozhodující váhu má několik velkých odběratelů	zvýšené
4. slabé - závislost na 1 až 2 silných odběratelích	vysoké
c) postavení podniku vůči dodavatelům	
1. velmi silné - větší počet malých dodavatelů	mírné
2. silné - větší počet dodavatelů, několik větších dodavatelů s převažujícím podílem	přiměřené
3. slabší - rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů	zvýšené
4. slabé - závislost na 1 až 2 silných dodavatelích	vysoké
d) bariéry vstupu do odvětví	
1. velmi silné	mírné
2. silné	přiměřené
3. překonatelné	zvýšené
4. slabé	vysoké

Finanční rizika	
a) úročený cizí kapitál / vlastní kapitál	
1. nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita	mírné
2. přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem	přiměřené
3. cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál	zvýšené
4. cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál	vysoké
b) krytí úroků - EBIT / placené úroky	
1. dosahuje hodnotu 10 a více	mírné
2. dosahuje hodnotu 4 až 10	přiměřené
3. dosahuje hodnotu 1,5 až 4	zvýšené
4. je nižší než 1,5	vysoké
c) krytí splátek z úvěru z cash flow	
1. cash flow mnohonásobně převyšuje splátky	mírné
2. cash flow několikanásobně převyšuje splátky	přiměřené
3. cash flow dostatečně převyšuje splátky	zvýšené
4. cash flow je nižší než 1,2 násobek splátek	vysoké
d) podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech	
1. WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv	mírné
2. WC kryje stálou výši oběžných aktiv	přiměřené
3. WC nekryje stálou výši oběžných aktiv	zvýšené
4. WC je nulový nebo dokonce záporný	vysoké

e) běžná a rychlá (okamžitá) likvidita	
1. vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky	mírné
2. vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách	přiměřené
3. obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech	zvýšené
4. nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likvidních prostředků	vysoké
f) průměrná doba inkasa pohledávek	
1. odpovídá době splatnosti faktur	mírné
2. přiměřeně převyšuje splatnost faktur	přiměřené
3. značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek	zvýšené
4. výsoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek	vysoké

Náklady vlastního kapitálu - stavebnicová metoda

	Počet hodnocených kritérií	Váha	Počet x váha
Obchodní riziko	24		24
1. Rizika oboru	4	1	4
2. Rizika trhu	3	1	3
3. Rizika z konkurence	6	1	6
4. Management	3	1	3
5. Výrobní proces	4	1	4
6. Specifické faktory	4	1	4
Finanční riziko	6	1,3	7,8
Počet kritérií	30		31,8

X - stupeň rizika	a^x	$z=(a^x-1)$	RP pro 1 faktor ($=z.rf/n$)
1 Mírné riziko	1,627	0,627	0,084%
2 Přiměřené riziko	2,648	1,648	0,222%
3 Zvýšené riziko	4,308	3,308	0,445%
4 Vysoké riziko	7,009	6,009	0,809%

Bezriziková výnosová míra	4,28%
Základní jednotková míra (rf/počet)	0,001345912
Nvk max.	30%
$a=(Nvk/rf)^{(1/4)}$	1,627

Bezriziková úroková míra	4,28%
1. Rizika oboru	0,97%
2. Rizika trhu	0,75%
3. Rizika z konkurence	1,55%
4. Management	0,89%
5. Výrobní proces	0,61%
6. Specifické faktory	1,33%
Obchodní riziko	6,11%
Finanční riziko	1,14%
Riziková prémie celkem	7,26%
Náklady vlastního kapitálu celkem	11,54%

Příloha 13, Náklady vlastního kapitálu - stavebnicová metoda⁷¹

⁷¹ Bezriziková úroková sazba byla stanovena jako geometrický průměr nejlikvidnějších emisí státních dluhopisů k 18.3.2010. Viz níže. Dostupné z http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/sd/.

**Seznam nejlikvidnějších emisí SD povinně kotovaných podle Pravidel pro primární prodej :
List of the most liquid issues of GBs which have to be quoted pursuant to the Rules for Prim**

Seznam k 18.03.2010

Effective from 18 March 2010

Číslo emise	ISIN	Kupón	Datum emise	Datum splatnosti	V oběhu (mld. CZK)
Issue Number	ISIN	Coupon	Issue Date	Maturity	Outstanding (CZK bln)
45.	CZ0001001242	2,55	18.7.2005	18.10.2010	56,97614
54.	CZ0001002158	4,10	28.1.2008	11.4.2011	56,00000
36.	CZ0001000764	6,55	5.10.2001	5.10.2011	50,27237
50.	CZ0001001887	3,55	16.4.2007	18.10.2012	70,34155
40.	CZ0001000814	3,70	16.6.2003	16.6.2013	64,96369
44.	CZ0001001143	3,80	11.4.2005	11.4.2015	62,33900
34.	CZ0001000749	6,95	26.1.2001	26.1.2016	35,00000
51.	CZ0001001903	4,00	30.4.2007	11.4.2017	69,37548
41.	CZ0001000822	4,60	18.8.2003	18.8.2018	47,03544
56.	CZ0001002471	5,00	23.3.2009	4.11.2019	70,68769
46.	CZ0001001317	3,75	12.9.2005	12.9.2020	68,04840
52.	CZ0001001945	4,70	18.6.2007	12.9.2022	55,25591
49.	CZ0001001796	4,20	4.12.2006	4.12.2036	20,07469
Geom. průměr		4,2801221			

Příloha 14, Seznam nejlikvidnějších emisí státních dluhopisů

Rozdělení majetku

Stanovení provozně nutné výše peněz

	2004	2005	2006	2007	2008
Peněžní prostředky/Krát. Závazky	0,06	0,15	0,17	0,12	0,08
Krátkodobé závazky	4499	4622	17917	19115	21794
Peníze (pokladna + účet) v rozvaze	383	808	3519	2720	147
Peníze (pokladna + účet) provozně nutné	383	808	3519	2720	147

Stanovení provozně nutného investovaného kapitálu

Položka	2004	2005	2006	2007	2008
+ Dlouhodobý nehmotný majetek	53	0	223	199	115
+ Dlouhodobý hmotný majetek	7192	6 594	8 683	9 048	10 003
- Stavby (pronajímané jiné společnosti)	-842	-810	-781	-723	-702
- Dlouhodobý finanční majetek	-1310	-1 408	-1 475	-1 475	-1 475
Dlouhodobý majetek provozně nutný	5093	4376	6650	7049	7941
+ Zásoby	1544	1 414	2 094	9 045	1 411
+ Pohledávky	12095	11 057	25 098	21 837	32 442
+ Provozně nutná výše peněz	383	808	3519	2720	147
+ Ostatní aktiva	2056	3 669	4 150	3 362	2 613
- Krátkodobé závazky	-8272	-7 263	-22 475	-24 504	-25 430
- Ostatní pasiva	0	0	0	-15	0
Pracovní kapitál provozně nutný	7806	9685	12386	12445	11183
Investovaný kapitál provozně nutný	9350	11099	14480	21490	12594

Stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření

	2004	2005	2006	2007	2008
Provozní výsledek hospodaření z výsledovky	709	2 179	7 103	3 490	2 117
Vyloučení VH z prodeje majetku	-98	-26	12	11	186
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	611	2 153	7 115	3 501	2 303
Odpisy	1 005	1 277	1 106	1 385	1 399
KPVH před odpočtem odpisů	1 616	3 430	8 221	4 886	3 702

Příloha 15, Rozdělení majetku

Provozní marže

Stanovení ziskové marže - SHORA - OPTIMISTICKÁ varianta

	Skutečnost					Prognóza			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
KPVH před daní a odpisy	1 616	3 430	8 221	4 886	3 702	3 942	6 645	7 082	7 548
Tržby Mont Karviná a.s.	86 295	81 911	127 725	117 164	172 039	183 362	195 430	208 292	222 001
Zisková marže = KPVH před daní a odpisy/tržby	1,87%	4,19%	6,44%	4,17%	2,15%	2,15%	3,40%	3,40%	3,40%

Stanovení ziskové marže - ZDOLA - OPTIMISTICKÁ varianta

Podíly na tržbách	Skutečnost					Prognóza			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Přidaná hodnota	33,04%	34,79%	31,28%	34,80%	26,30%	31,90%	31,90%	31,90%	31,90%
Osobní náklady	31,26%	31,69%	24,35%	30,81%	22,56%	29,65%	28,40%	28,40%	28,40%
- Mzdové náklady	23,63%	23,69%	18,27%	22,63%	16,67%	21,96%	21,04%	21,04%	21,04%
- Náklady na soc. zabezpečení	7,62%	7,73%	5,89%	7,60%	5,50%	7,69%	7,36%	7,36%	7,36%
Daně a poplatky	0,09%	0,10%	0,22%	0,09%	0,06%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	0,16%	-1,11%	0,00%	0,00%	1,47%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	57 784	53 412	87 774	76 393	126 792	124 869	133 088	141 847	151 183
Podíl na tržbách	66,96%	65,21%	68,72%	65,20%	73,70%	68,10%	68,10%	68,10%	68,10%
Roční tempo růstu		-7,57%	64,33%	-12,97%	65,97%	-1,52%	6,58%	6,58%	6,58%
Průměrné tempo růstu	17,02%					4,90%			
Průměrná inflace	1,85%					2,00%			
Osobní náklady (tis. Kč)	26 978	25 955	31 102	36 097	38 816	54 367	55 502	59 155	63 048
Roční tempo růstu		-3,79%	19,83%	16,06%	7,53%	40,06%	2,09%	6,58%	6,58%
Průměrné tempo růstu	7,55%					3,77%			
Korigovaný výsledek hospodaření (Tržby-Náklady)	6 515	8 073	8 704	10 838	45	3 942	6 645	7 082	7 548
Zisková marže z KPVH před daní a odpisy	7,55%	9,86%	6,81%	9,25%	0,03%	2,15%	3,40%	3,40%	3,40%

Stanovení ziskové marže - SHORA - PESIMISTICKÁ varianta									
	Skutečnost					Prognóza			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
KPVH před daní a odpisy	1 616	3 430	8 221	4 886	3 702	2 862	4 823	5 140	5 479
Tržby Mont Karviná a.s.	86 295	81 911	127 725	117 164	172 039	133 094	141 854	151 190	161 141
Zisková marže = KPVH před daní a odpisy/tržby	1,87%	4,19%	6,44%	4,17%	2,15%	2,15%	3,40%	3,40%	3,40%

Stanovení ziskové marže - ZDOLA - PESIMISTICKÁ varianta									
Podíly na tržbách	Skutečnost					Prognóza			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Přidaná hodnota	33,04%	34,79%	31,28%	34,80%	26,30%	26,30%	31,80%	31,80%	31,80%
Osobní náklady	31,26%	31,69%	24,35%	30,81%	22,56%	24,05%	28,30%	28,30%	28,30%
- Mzdové náklady	23,63%	23,69%	18,27%	22,63%	16,67%	17,81%	20,96%	20,96%	20,96%
- Náklady na soc. zabezpečení	7,62%	7,73%	5,89%	7,60%	5,50%	6,24%	7,34%	7,34%	7,34%
Daně a poplatky	0,09%	0,10%	0,22%	0,09%	0,06%	0,10%	0,10%	0,10%	0,10%
Ostatní provozní položky (změna rezerv)	0,16%	-1,11%	0,00%	0,00%	1,47%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Výkonová spotřeba (tis. Kč)	57 784	53 412	87 774	76 393	126 792	98 090	96 744	103 112	109 898
Podíl na tržbách	66,96%	65,21%	68,72%	65,20%	73,70%	73,70%	68,20%	68,20%	68,20%
Roční tempo růstu		-7,57%	64,33%	-12,97%	65,97%	-22,64%	-1,37%	6,58%	6,58%
Průměrné tempo růstu	17,02%					2,88%			
Průměrná inflace	1,85%					2,00%			
Osobní náklady (tis. Kč)	26 978	25 955	31 102	36 097	38 816	32 009	40 145	42 787	45 603
Roční tempo růstu		-3,79%	19,83%	16,06%	7,53%	-17,54%	25,42%	6,58%	6,58%
Průměrné tempo růstu	7,55%					9,25%			
Korigovaný výsledek hospodaření (Tržby-	1 616	3 430	8 221	4 886	3 702	2 862	4 823	5 140	5 479
Zisková marže z KPVH před daní a odpisy	1,87%	4,19%	6,44%	4,17%	2,15%	2,15%	3,40%	3,40%	3,40%

Příloha 16, Provozní marže

Doba obratu ve dnech	Skutečnost					Prognóza			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Zásoby celkem	6,53	6,30	5,98	28,18	2,99	7,30	7,30	7,30	7,30
- materiál	3,57	2,29	0,69	2,09	1,54	1,80	1,80	1,80	1,80
- nedokončená výroba	2,97	4,01	5,29	26,09	1,45	4,80	4,80	4,80	4,80
Pohledávky za odběrateli	51,16	49,27	71,72	68,03	68,83	61,00	61,00	61,00	61,00
Krátkodobé závazky celkem	34,99	32,36	64,23	76,34	53,95	49,58	49,58	49,58	49,58
- závazky z obch. styku	19,03	20,60	51,20	59,55	46,24	35,30	35,30	35,30	35,30
- závazky k zaměstnancům	2,04	1,66	1,09	7,12	4,75	2,60	2,60	2,60	2,60
- závazky ze soc. zabezpečení	1,88	2,28	2,17	4,40	2,46	1,5	1,5	1,5	1,5
- stát - daňové závazky a dotace	2,36	3,39	5,04	3,99	0,00	3,5	3,5	3,5	3,5

Příloha 17, Doby obratu provozně nutného kapitálu

Dlouhodobý majetek

Výpočet koeficientů za minulé období

Nehmotný majetek	Skutečnost				
	2004	2005	2006	2007	2008
Stav majetku ke konci roku	53	0	223	199	115
Odpisy	31	53	0	84	84
Investice netto		-53	223	-24	-84
Investice brutto		0	223	60	0
Investiční náročnost růstu tržeb	0,07%				

Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	Skutečnost				
	2004	2005	2006	2007	2008
Stav majetku ke konci roku	1647	1 242	3 797	4 589	5 656
Odpisy	263	279	540	817	856
Investice netto		-405	2 555	792	1 067
Investice brutto		-126	3095	1609	1923
Investiční náročnost růstu tržeb	4,68%				

Jiný dlouhodobý hmotný majetek	Skutečnost				
	2004	2005	2006	2007	2008
Stav majetku ke konci roku	4642	4 449	3 983	3 683	3 593
Odpisy	742	998	566	568	543
Investice netto		-193	-466	-300	-90
Investice brutto		805	100	268	453
Investiční náročnost růstu tržeb	-1,22%				

Odhad investic pro budoucí období, odhad podle minulého koeficientu náročnosti

OPTIMISTICKÁ varianta

Majetek	Minulý koeficient	Odhad investic
Nehmotný	0,07%	13
Samostatné movité věci	4,68%	1 808
Jiný DHM	-1,22%	0
Celkem	3,53%	1822

PESIMISTICKÁ varianta

Majetek	Minulý koeficient	Odhad investic
Nehmotný	0,07%	9
Samostatné movité věci	4,68%	1313
Jiný DHM	-1,22%	0
Celkem	3,53%	1322

Příloha 18, Dlouhodobý majetek a nutné investice

Analýza rentability provozně nutného investovaného kapitálu

OPTIMISTICKÁ varianta

Korigovaný provozní zisk a zisková marže po odpisech a upravené dani

	Skutečnost					Prognóza			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Daňová sazba	28%	26%	24%	24%	21%	20%	19%	19%	19%
KPVH po odpisech a dani	440	1 593	5 407	2 661	1 819	1 717	3 776	3 938	4 624
Zisková marže po odpisech a dani	0,51%	1,95%	4,23%	2,27%	1,06%	0,94%	1,93%	1,89%	2,08%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	1,59%					1,63%			

Provozně nutný investovaný kapitál a rentabilita investovaného kapitálu

	Skutečnost					Prognóza			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Investovaný kapitál provozně nutný k 31.3	9 350	11 099	14 480	21 490	12 594	24 577	25 832	27 139	28 503
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	-	9,23	7,38	8,82	5,45	13,66	7,46	7,57	7,67
Rentabilita investovaného kapitálu	-	17,95%	31,24%	20,03%	5,77%	12,79%	14,42%	14,30%	15,98%

PESIMISTICKÁ varianta

Korigovaný provozní zisk a zisková marže po odpisech a upravené dani

	Skutečnost					Prognóza			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Daňová sazba	28%	26%	24%	24%	21%	20%	19%	19%	19%
KPVH po odpisech a dani	440	1 593	5 407	2 661	1 819	852	2 317	2 402	3 007
Zisková marže po odpisech a dani	0,51%	1,95%	4,23%	2,27%	1,06%	0,64%	1,63%	1,59%	1,87%
Tempo růstu KPVH po odpisech a dani	1,59%					1,33%			

Provozně nutný investovaný kapitál a rentabilita investovaného kapitálu

	Skutečnost					Prognóza			
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Investovaný kapitál provozně nutný k 31.3	9350	11099	14480	21490	12594	21124	22034	22983	23972
Obrat investovaného kapitálu provozně nutného	-	9,23	7,38	8,82	5,45	13,66	6,30	6,44	6,58
Rentabilita investovaného kapitálu	-	17,95%	31,24%	20,03%	5,77%	8,75%	10,29%	10,23%	12,28%

Tabulka 67, Analýza provozně nutného investovaného kapitálu

Poklady pro výpočet FCFF - OPTIMISTICKÁ varianta

Výpočet provozně nutných peněžních prostředků

	2008	2009	2010	2011	2012
Provozně potřebná likvidita	0,08	0,11	0,11	0,11	0,11
Krátkodobé závazky	25 430	24 906	26 545	28 292	30 155
Provozně potřebný finanční majetek	1 979	2 740	2 920	3 112	3 317
Provozně nepotřebný finanční majetek	0	0	0	0	0

Investovaný provozně nutný kapitál

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý majetek	10 118	10 552	10 987	11 421	12 247	
Upravený pracovní kapitál	13 015	18 113	19 133	20 220	21 665	
Investovaný kapitál celkem	23 133	28 665	30 120	31 641	33 911	36 143

Korigovaný provozní VH	2 407	2 232	4 759	4 972	5 832	
Korigovaný prov. VH po upr. dani	1 902	1 785	3 855	4 027	4 724	5 035

Podklady pro odhad druhé fáze

	2008	2009	2010	2011	2012
Tempo růstu KPVH	-28,53%	-6,11%	115,93%	4,47%	17,30%
Míra investic netto	-3,28%	309,86%	37,73%	37,78%	48,06%
Rentabilita investic netto	-12,00%	-7,07%	37,41%	11,85%	45,79%
Rentabilita investovaného kapitálu	8,85%	14,18%	15,69%	15,59%	17,41%

Příloha 19, Poklady pro výpočet FCFF - optimistická varianta

Poklady pro výpočet FCFF - PESIMISTICKÁ varianta

Výpočet provozně nutných peněžních prostředků					
	2008	2009	2010	2011	2012
Provozně potřebná likvidita	0,08	0,11	0,11	0,11	0,11
Krátkodobé závazky	25 430	18 078	19 268	20 536	21 888
Provozně potřebný finanční majetek	1 979	1 989	2 119	2 259	2 408
Provozně nepotřebný finanční majetek	0	0	0	0	0

Investovaný provozně nutný kapitál						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý majetek	10 118	10 376	10 686	10 995	11 304	
Upravený pracovní kapitál	13 015	11 338	12 806	13 886	15 056	
Investovaný kapitál celkem	23 133	21 714	23 492	24 881	26 360	28 095

Korigovaný provozní VH	2 407	1 101	2 905	3 019	3 776	
Korigovaný prov. VH po upr. dani	1 902	880	2 353	2 445	3 058	3 260

Podklady pro odhad druhé fáze					
	2008	2009	2010	2011	2012
Tempo růstu KPVH	-28,53%	-53,70%	167,22%	3,92%	25,09%
Míra investic netto	-3,28%	-161,16%	75,57%	56,81%	48,35%
Rentabilita investic netto	-12,00%	-62,14%	16,14%	3,89%	21,54%
Rentabilita investovaného kapitálu	8,85%	6,99%	11,14%	11,10%	13,31%

Příloha 20, Poklady pro výpočet FCFF - pesimistická varianta

Updated 9-30-09

	Index:	Annual	
	1982-84=100	growth rate	ČR
2000 (actual)	172,2	3,4%	
2001 (actual)	177,1	2,8%	
2002 (actual)	179,9	1,6%	
2003 (actual)	184,0	2,3%	
2004 (actual)	188,9	2,7%	
2005 (actual)	195,3	3,4%	
2006 (actual)	201,6	3,2%	
2007 (actual)	207,342	2,8%	
2008 (actual)	215,303	3,8%	
2009	214,050	-0,6%	
2010	218,050	1,9%	1,1%
2011	222,629	2,1%	2,1%
2012	227,750	2,3%	
2013	233,216	2,4%	
2014	239,046	2,5%	
2015	245,022	2,5%	
		2,0%	1,5%
Rozdíl v prognózané inflaci v USA a ČR			0,5%

NOTE: CPI-U covers all urban consumers.

Příloha 21, Rozdíl v inflaci mezi USA a ČR

Obchodní riziko					
1. Rizika oboru	RP (=z.rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	RP x vážený počet
Mírné riziko	0,084%	1	1	1	0,084%
Přiměřené riziko	0,222%	2	1	2	0,443%
Zvýšené riziko	0,445%	1	1	1	0,445%
Vysoké riziko	0,809%		1	0	0,000%
Součet		4		0	0,973%

2. Rizika trhu	RP (=z.rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	RP x vážený počet
Mírné riziko	0,084%	1	1	1	0,084%
Přiměřené riziko	0,222%	1	1	1	0,222%
Zvýšené riziko	0,445%	1	1	1	0,445%
Vysoké riziko	0,809%		1	0	0,000%
Součet		3		0	0,751%

3. Rizika z konkurence	RP (=z.rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	RP x vážený počet
Mírné riziko	0,084%		1	0	0,000%
Přiměřené riziko	0,222%	5	1	5	1,109%
Zvýšené riziko	0,445%	1	1	1	0,445%
Vysoké riziko	0,809%		1	0	0,000%
Součet		6		0	1,554%

4. Management	RP (=z.rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	RP x vážený počet
Mírné riziko	0,084%		1	0	0,000%
Přiměřené riziko	0,222%	2	1	2	0,443%
Zvýšené riziko	0,445%	1	1	1	0,445%
Vysoké riziko	0,809%		1	0	0,000%
Součet		3		0	0,889%

5. Výrobní proces	RP (=z.rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	RP x vážený počet
Mírné riziko	0,084%	2	1	2	0,169%
Přiměřené riziko	0,222%	2	1	2	0,443%
Zvýšené riziko	0,445%		1	0	0,000%
Vysoké riziko	0,809%		1	0	0,000%
Součet		4		0	0,612%

6. Specifické faktory	RP (=z.rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	RP x vážený počet
Mírné riziko	0,084%		1	0	0,000%
Přiměřené riziko	0,222%	2	1	2	0,443%
Zvýšené riziko	0,445%	2	1	2	0,890%
Vysoké riziko	0,809%		1	0	0,000%
Součet		4		0	1,334%

Finanční riziko					
Finanční rizika	RP (=z.rf/n)	Počet	Váha	Vážený počet	RP x vážený počet
Mírné riziko	0,084%	3	1	3	0,253%
Přiměřené riziko	0,222%	2	1	2	0,443%
Zvýšené riziko	0,445%	1	1	1	0,445%
Vysoké riziko	0,809%		1	0	0,000%
Součet		6		0	1,142%

Příloha 22, Vyhodnocení jednotlivých faktorů rizik k 31.3.2009

Předběžné ocenění pomocí generátorů hodnoty

OPTIMISTICKÁ varianta

	2009	2010	2011	2012
Zisková marže před odpisy	2,15%	3,40%	3,40%	3,40%
Podíl odpisů na tržbách	0,98%	1,01%	1,07%	0,83%
Zisková marže po odpisech	1,17%	2,39%	2,33%	2,57%
Zisková marže po dani	0,94%	1,93%	1,89%	2,08%

Průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do dlouhodobého majetku	9,61%
---	-------

Průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do pracovního kapitálu	6,62%
--	-------

Hodnota tržeb v roce 2008	172 039 tis.Kč
---------------------------	----------------

Generátor hodnoty	Označení	Hodnota
Tempo růstu tržeb	g	6,58%
Zisková marže po odpisech a dani	r_{ZPx}	1,63%
Náročnost růstu tržeb na:		
- růst pracovního kapitálu	k_{WC}	9,61%
- růst dlouhodobého majetku	k_{DMx}	6,62%
- investice netto celkem		16,23%
Kalkulovaná uroková míra	i_k	9,30%
Hodnota podniku brutto		69642 tis. Kč

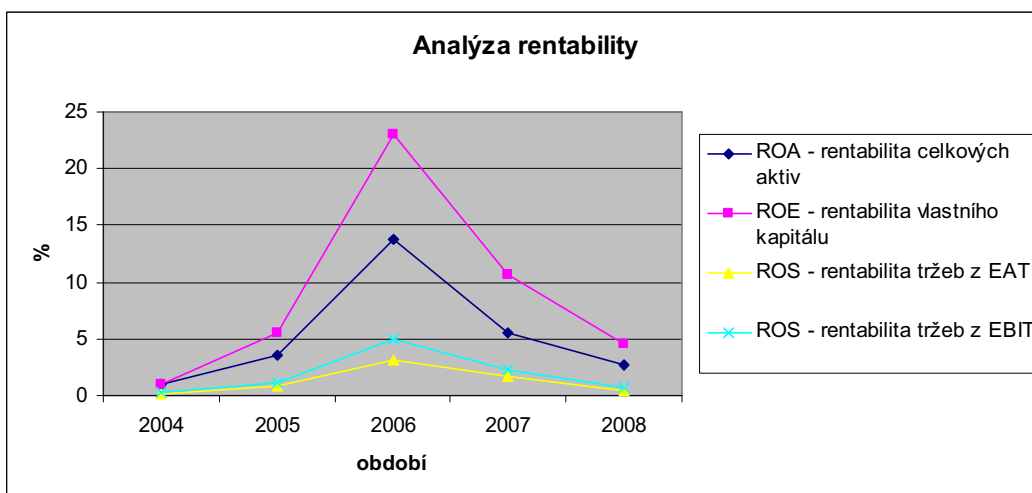
PESIMISTICKÁ varianta

	2009	2010	2011	2012
Zisková marže před odpisy	2,15%	3,40%	3,40%	3,40%
Podíl odpisů na tržbách	1,35%	1,38%	1,44%	1,10%
Zisková marže po odpisech	0,80%	2,02%	1,96%	2,30%
Zisková marže po dani	0,64%	1,63%	1,59%	1,87%

Průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do dlouhodobého majetku	10,25%
---	--------

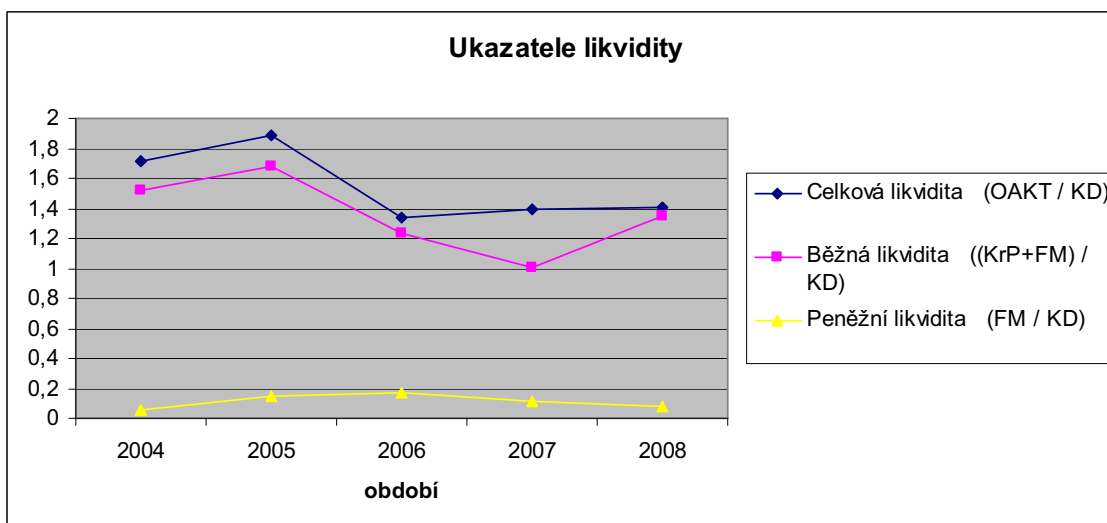
Průměrná náročnost růstu tržeb na investice netto do pracovního kapitálu	6,62%
--	-------

Generátor hodnoty	Označení	Hodnota
Tempo růstu tržeb	g	6,58%
Zisková marže po odpisech a dani	r_{ZPx}	1,33%
Náročnost růstu tržeb na:		1,00%
- růst pracovního kapitálu	k_{WC}	10,25%
- růst dlouhodobého majetku	k_{DMx}	6,62%
- investice netto celkem		16,87%
Kalkulovaná uroková míra	i_k	9,30%
Hodnota podniku brutto		46739 tis. Kč



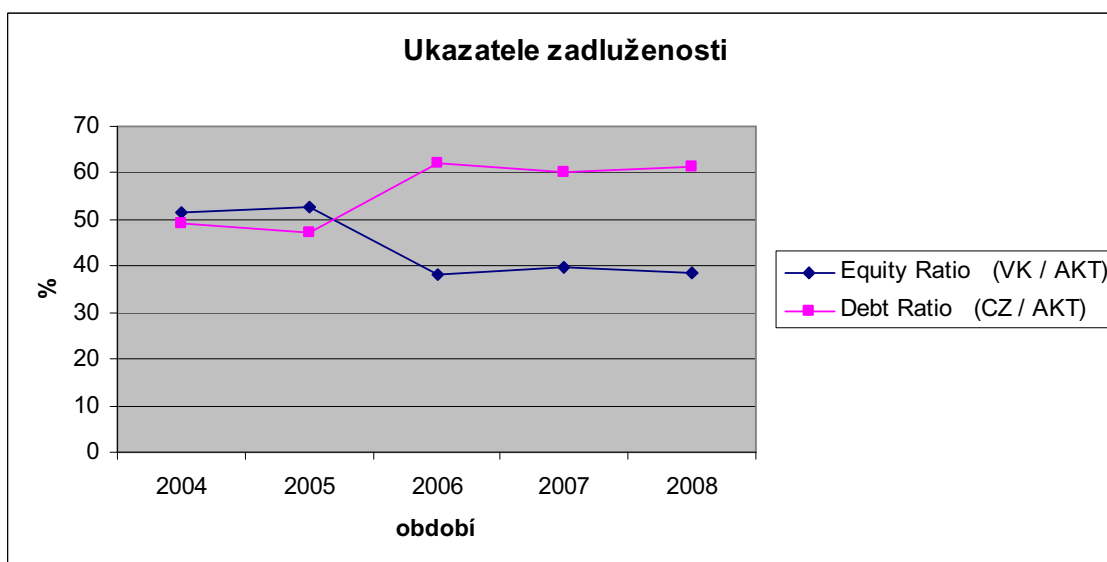
Analýza rentability					
	2004	2005	2006	2007	2008
ROA - rentabilita celkových aktiv	0,95	3,51	13,81	5,61	2,66
ROE - rentabilita vlastního kapitálu	1,03	5,59	23,06	10,71	4,48
ROS - rentabilita tržeb z EAT	0,15	0,91	3,14	1,74	0,48
ROS - rentabilita tržeb z EBIT	0,27	1,09	4,94	2,3	0,74

Příloha 24, Ukazatele rentability



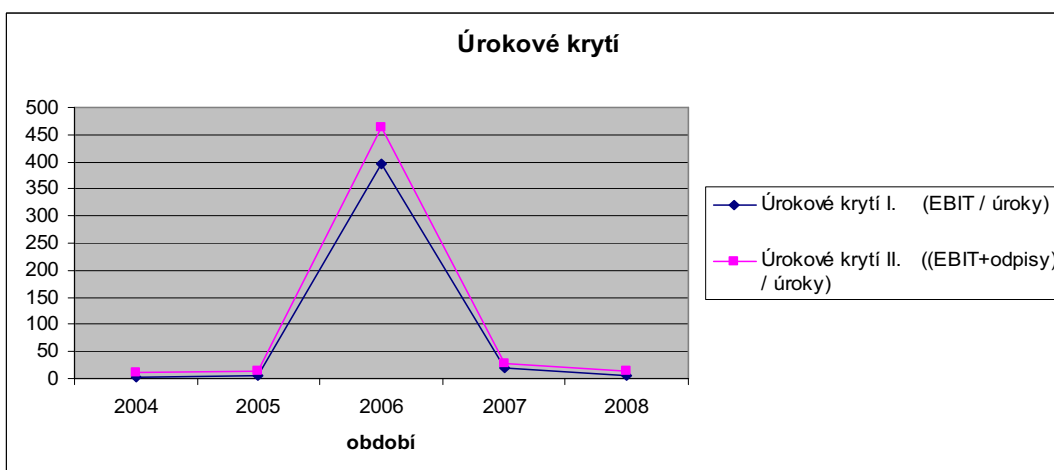
Ukazatele likvidity					
	2004	2005	2006	2007	2008
Celková likvidita (OAKT / KD)	1,72	1,89	1,34	1,39	1,41
Běžná likvidita ((KrP+FM) / KD)	1,52	1,68	1,24	1,01	1,35
Peněžní likvidita (FM / KD)	0,06	0,15	0,17	0,12	0,08

Příloha 25, Ukazatele likvidity



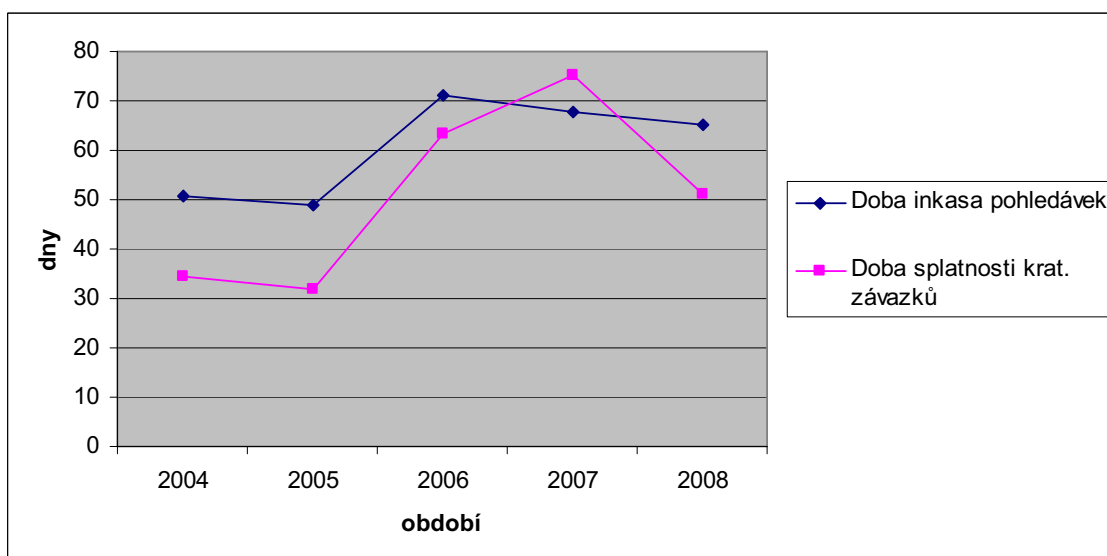
Ukazatele zadluženosti					
	2004	2005	2006	2007	2008
Equity Ratio (VK / AKT)	51,59	52,77	37,98	39,65	38,64
Debt Ratio (CZ / AKT)	49,11	47,23	62,02	60,32	61,36

Příloha 26, Ukazatele zadluženosti



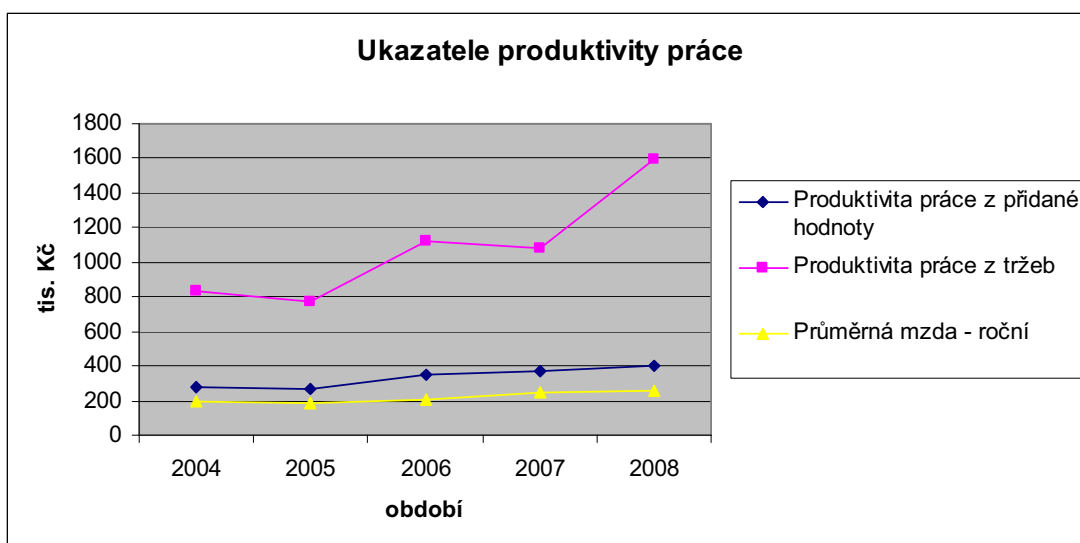
Úrokové krytí					
	2004	2005	2006	2007	2008
Úrokové krytí I. (EBIT / úroky)	2,28	6,31	395,25	18,73	6,38
Úrokové krytí II. ((EBIT+odpisy) / úroky)	12,04	15,37	464,38	28,35	13,08

Příloha 27, Ukazatele úrokového krytí



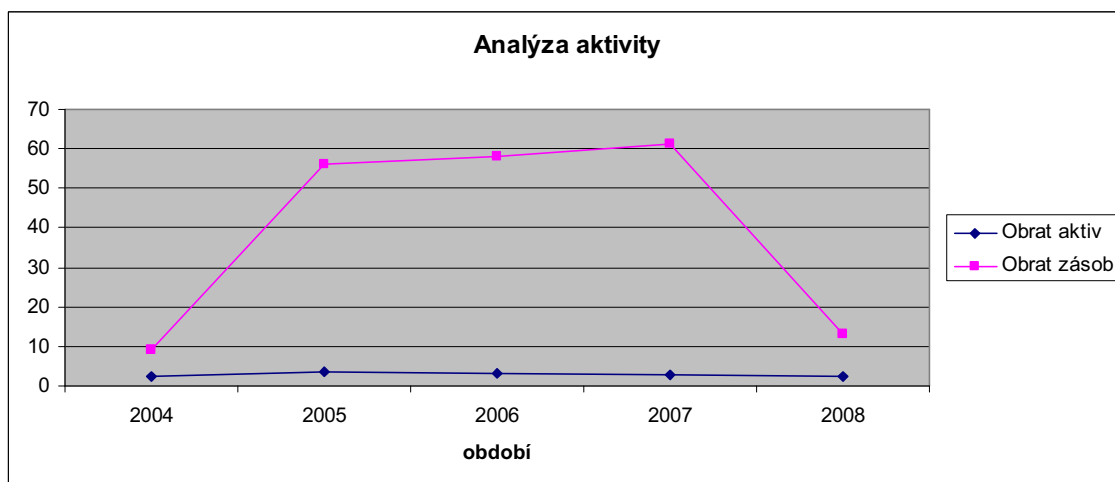
Závazky, pohledávky					
	2004	2005	2006	2007	2008
Doba inkasa pohledávek	50,81	49,05	71,26	67,88	65,14
Doba splatnosti krat. závazků	34,51	31,92	63,26	75,29	50,94

Příloha 28, Vývoj závazků a pohledávek



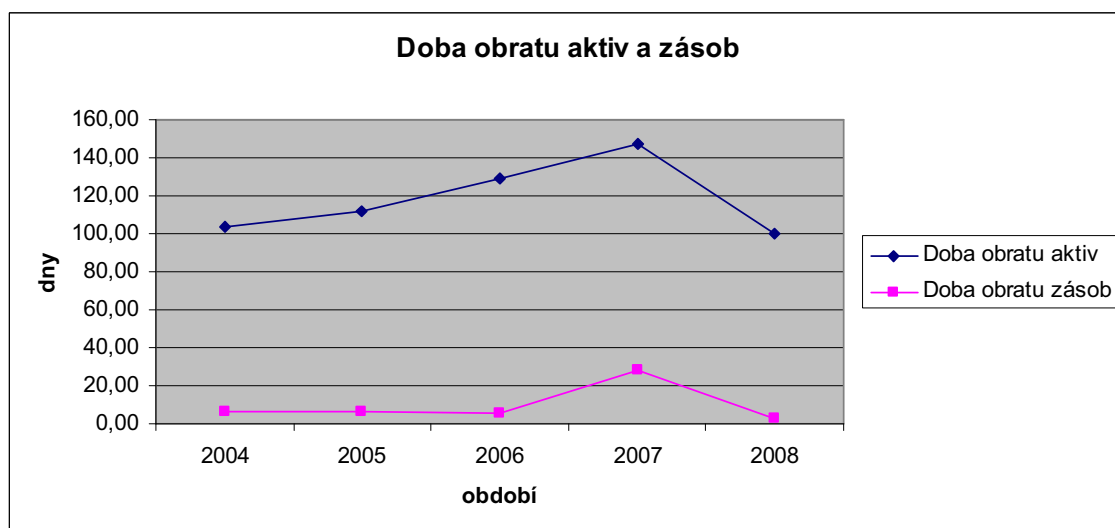
Ukazatele produktivity práce					
	2004	2005	2006	2007	2008
Produktivita práce z přidané hodnoty	274	269	350	374	400
Produktivita práce z tržeb	830	773	1122	1075	1591
Průměrná mzda - roční	196	183	205	243	254

Příloha 29, Ukazatele produktivity práce



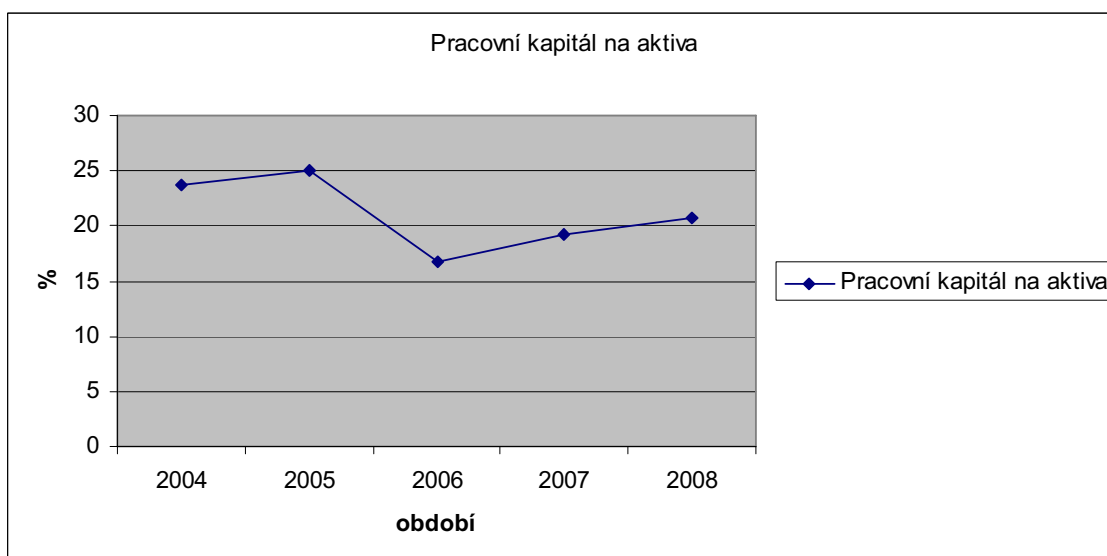
Analýza aktivity					
	2004	2005	2006	2007	2008
Obrat aktiv	2,52	3,47	3,23	2,79	2,44
Obrat zásob	9,29	55,89	57,93	61,08	12,95

Příloha 30, Ukazatele aktivity



Analýza aktivity					
	2004	2005	2006	2007	2008
Doba obratu aktiv	103,66	111,49	128,92	147,68	100,38
Doba obratu zásob	6,44	6,21	5,89	27,79	2,83

Příloha 31, Ukazatele doby obrátů



Pracovní kapitál na aktiva					
	2004	2005	2006	2007	2008
Pracovní kapitál na aktiva	23,67	24,96	16,76	19,16	20,76

Příloha 32. Ukazatele čistého pracovního kapitálu

REUTERS CORPORATE BOND SPREAD TABLES							
Reuters Corporate Spreads for Banks 03/01/2006							
Rating	1 yr	2 yr	3 yr	5 yr	7 yr	10 yr	30 yr
Aaa/AAA	14	16	27	40	56	68	90
Aa1/AA+	22	30	31	48	64	77	99
Aa2/AA	24	37	39	54	67	80	103
Aa3/AA-	25	39	40	58	71	81	109
A1/A+	43	48	52	65	79	93	117
A2/A	46	51	54	67	81	95	121
A3/A-	50	54	57	72	84	98	124
Baa1/BBB+	62	72	80	92	121	141	170
Baa2/BBB	65	80	88	97	128	151	177
Baa3/BBB-	72	85	90	102	134	159	183
Ba1/BB+	185	195	205	215	235	255	275
Ba2/BB	195	205	215	225	245	265	285
Ba3/BB-	205	215	225	235	255	275	295
B1/B+	265	275	285	315	355	395	445
B2/B	275	285	295	325	365	405	455
B3/B-	285	295	305	335	375	415	465
Caa/CCC+	450	460	470	495	505	515	545

Příloha 33, Spread⁷² mezi dluhopisy s ratingem A1, zdroj: Bondsonlinequotes.com

⁷² Označený spread představuje rozdíl mezi úročením dluhopisu s ratingem Moodys AAA a Moodys A1, který má ČR. Spread je v bazických bodech.